

# INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

THEODOR BAUMS/ROLAND SCHMIDTBLEICHER

NEUES SCHULDVERSCHREIBUNGSRECHT UND ALTANLEIHEN



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

WORKING PAPER SERIES No. 131

Theodor Baums/Roland Schmidtbleicher

Neues Schuldverschreibungsrecht und Altanleihen

Institute for Law and Finance

**WORKING PAPER SERIES NO. 131**

**01/2012**

# Neues Schuldverschreibungsrecht und Altanleihen

Theodor Baums / Roland Schmidtbleicher\*

*Am 5. 8. 2009 ist das neue Schuldverschreibungsgesetz in Kraft getreten. Es lässt in weitgehendem Umfang Umstrukturierungen einer Anleihe, z. B. Änderungen der Fälligkeit oder der Zinshöhe, Schuldnersetzungen, debt equity swaps u. a. m., durch Mehrheitsbeschluss der Gläubigerversammlung zu, wenn die Anleihebedingungen dies vorsehen (sog. Collective Action Clauses; CAC). Vor Inkrafttreten des SchVG begebene Anleihen können ebenfalls durch Mehrheitsbeschluss der Geltung des neuen SchVG unterstellt werden. Ausdrücklich klargestellt ist dies für die – wenigen – Emissionen, auf die bereits das alte SchVG von 1899 anwendbar war. Im Folgenden wird dargelegt, dass dies nach der einschlägigen, allerdings wenig glücklich formulierten Überleitungsvorschrift des § 24 SchVG 2009 auch für die weitaus zahlreicheren Fälle gilt, in denen auf die Altanleihe zwar deutsches Sachrecht, insbesondere die §§ 793 ff. BGB, nicht aber das alte SchVG von 1899 anzuwenden ist. Diese Frage hat sowohl für Altanleihen privater Emittenten wie für umlaufende Anleihen ausländischer Staaten größte Bedeutung.*

<b>I.</b>	<b>Opt in-Beschlüsse für dem SchVG 1899 unterfallende Anleihen.....</b>	<b>2</b>
<b>II.</b>	<b>Anwendungsbeschluss (Opt in-Beschluss) auch für „formal ausländische Anleihen“.....</b>	<b>3</b>
1.	Wortlaut des § 24 SchVG.....	4
a)	Legaldefinition der Schuldverschreibung (§ 1 Abs. 1 SchVG).....	4
b)	Fehlende Bezugnahme in § 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG.....	4
2.	Entstehungsgeschichte des § 24 SchVG.....	5
a)	Die Übergangsregel des SchVG 1899.....	5
b)	Die Diskussionsentwürfe 2003, 2004 und der Referentenentwurf 2006.....	6
c)	Der Referentenentwurf 2008 und die Regierungsentwürfe des SchVG 2009.....	8
d)	Der internationale Hintergrund.....	9
3.	Systematische Auslegung des § 24 SchVG.....	11
4.	Teleologische Auslegung des § 24 SchVG.....	11
a)	Beseitigung der Defizite des SchVG 1899 und tatsächliche Anwendung.....	12
b)	Vertrauensschutz durch Reduktion des § 24 SchVG auf Fälle des SchVG 1899?.....	14
aa)	Auslandssitz der Emittentin als vertrauensbildendes Merkmal?.....	14
bb)	Schützenswertes Vertrauen auf formal unkoordinierte Rechtsverhältnisse?.....	16
cc)	Kein verkürzter oder veränderter Rechtsschutz.....	19
5.	Unionsrechtskonforme Auslegung.....	19
6.	Verfassungskonforme Auslegung des § 24 Abs. 2 SchVG und Vertrauensschutz der Anleihegläubiger.....	21
<b>III.</b>	<b>Verfassungsmäßigkeit des § 24 Abs. 2 SchVG.....</b>	<b>21</b>
1.	Qualifikation des § 24 Abs. 2 SchVG als Fall einer gesetzlichen Rückwirkung?.....	21
2.	Gesetzliche Rückwirkung.....	22
a)	Allgemeines.....	22
b)	Keine echte Rückwirkung.....	22
c)	§ 24 Abs. 2 SchVG als Fall einer unechten Rückwirkung.....	23
d)	Kein schutzwürdiges Vertrauen in den Bestand der alten Rechtslage.....	23
<b>IV.</b>	<b>Ergebnisse.....</b>	<b>26</b>

## I. Opt in-Beschlüsse für dem SchVG 1899 unterfallende Anleihen

Die Anwendbarkeit des neuen Schuldverschreibungsgesetzes<sup>1</sup> auch auf Altanleihen bestimmt sich nach § 24 SchVG. Die Vorschrift hat folgenden Wortlaut:

*„(1) Dieses Gesetz ist nicht anzuwenden auf Schuldverschreibungen, die vor dem 5. August 2009 ausgegeben wurden. Auf diese Schuldverschreibungen ist das Gesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 4134 – 1, veröffentlichten bereinigten Fassung, das zuletzt durch Artikel 53 des Gesetzes vom 5. Oktober 1994 (BGBl. I S. 2911) geändert worden ist, weiter anzuwenden, soweit sich aus Absatz 2 nichts anderes ergibt.*

*(2) Gläubiger von Schuldverschreibungen, die vor dem 5. August 2009 ausgegeben wurden, können mit Zustimmung des Schuldners eine Änderung der Anleihebedingungen oder den Austausch der Schuldverschreibungen gegen neue Schuldverschreibungen mit geänderten Anleihebedingungen beschließen, um von den in diesem Gesetz gewährten Wahlmöglichkeiten Gebrauch machen zu können. Für die Beschlussfassung gelten die Vorschriften dieses Gesetzes entsprechend; der Beschluss bedarf der qualifizierten Mehrheit.“*

§ 24 Abs. 1 Satz 1 SchVG stellt zunächst allgemein klar, dass es nicht auf Schuldverschreibungen anzuwenden ist, die vor dem 5. 8. 2009 ausgegeben wurden. § 24 Abs. 1 Satz 2 SchVG befasst sich sodann mit dem – praktisch freilich seltenen – Fall, dass auf eine vor Inkrafttreten des SchVG emittierte Anleihe das alte SchVG anzuwenden war. Nach § 1 Abs. 1 SchVG 1899 war dieses Gesetz nur auf Schuldverschreibungen von Emittenten mit Sitz im Inland anzuwenden. Damit entfiel die Anwendbarkeit des SchVG 1899 in den weitaus häufigeren Fällen, in denen die Anleihe von einer ausländischen Tochter einer deutschen Konzernobergesellschaft emittiert wurde.<sup>2</sup> Nach § 24 Abs. 1 Satz 2 SchVG soll nun auf Schuldverschreibungen, die vor dem 5. 8. 2009 ausgegeben wurden, das SchVG 1899 in seiner Fassung a. d. J. 1994 weiter anzuwenden sein. Diese Vorschrift darf nicht missverstanden werden. Sie ordnet nicht etwa für sämtliche deutschem Recht unterstellte Anleihen die Geltung des alten SchVG 1899 an, also auch für solche Anleihen, für die das alte SchVG 1899 bisher nicht galt.

Die Vorschrift ist vielmehr im Zusammenhang mit Art. 8 des Gesetzes zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur

---

\* Prof. Dr. Dres. h. c. Theodor Baums, Institute for Law and Finance, Goethe-Universität Frankfurt/Main und Dr. Roland Schmidtbleicher, Frankfurt/Main. – Der Aufsatz ist aus einem Rechtsgutachten zur Anwendbarkeit des SchVG 2009 auf Altanleihen entstanden. Die sich in diesem Zusammenhang stellenden Fragen betreffen über den konkreten Fall hinaus die ganz überwiegende Zahl der vor dem Inkrafttreten des SchVG emittierten Anleihen, so dass eine Veröffentlichung gerechtfertigt erschien.

<sup>1</sup> Art. 1 des Gesetzes zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung vom 31. 7. 2009, BGBl. I, 2009, S. 2512.

<sup>2</sup> Dazu und zu den Beweggründen für die Emission durch eine ausländische Finanzierungstochter *Siebel*, Rechtsfragen internationaler Anleihen, Berlin 1997, S. 678 f.; *Hartwig-Jacob*, Die Vertragsbeziehungen und die Rechte der Anleger internationaler Anleiheemissionen, 2001, S. 545 ff.; *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, 2010, S. 155 f.; *Theisen*, in: Lutter/Scheffler (Hrsg.), Handbuch der Konzernfinanzierung, 1998, Rn. 22.16 ff.; *Schlitt/Schäfer*, AG 2009, 477, 478 f.; *Vogel*, ZBB 1996, 321, 334 f., jeweils m.w.N.

verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung zu verstehen.<sup>3</sup> Art. 1 dieses Gesetzes führt das neue SchVG ein. Art. 8 hebt das SchVG 1899 in seiner zuletzt geltenden Fassung mit dem Inkrafttreten des neuen SchVG, dem 5. 8. 2009, auf. § 24 Abs. 1 Satz 2 SchVG ordnet nur das Fortgelten des durch Art. 8 für die Zukunft aufgehobenen SchVG 1899 für „Altfälle“ an – das SchVG 1899 ist insoweit, trotz der Aufhebung für die Zukunft, auf Altfälle „weiter anzuwenden, soweit sich aus Abs. 2 nichts anderes ergibt“. Durch die Formulierung „weiter anzuwenden“ stellt die Vorschrift klar, dass Voraussetzung für die (weitere) Anwendbarkeit des SchVG 1899 auf eine Altanleihe ist, dass sie bereits vorher dem SchVG 1899 unterfiel. Die – bei isolierter Lektüre vielleicht missverständliche – Vorschrift des § 24 Abs. 1 Satz 2 SchVG war notwendig, um den unter dem Regime des SchVG 1899 begebenen und noch umlaufenden Schuldverschreibungen nicht die bisherige gesetzliche Grundlage zu entziehen.

Es handelt sich dabei gemäß § 1 Abs. 1 SchVG 1899 um Anleihen, die von einer Emittentin mit Sitz im Inland nach deutschem Recht vor dem Inkrafttreten des neuen SchVG begeben worden sind,<sup>4</sup> und die eine Laufzeit über den 5. August 2009 hinaus aufweisen. Nach § 24 Abs. 1 Satz 2, letzter Halbsatz SchVG bleibt auf diese Altanleihen das alte SchVG anwendbar, solange „sich aus Absatz 2 nichts anderes ergibt.“ Nach § 24 Abs. 2 SchVG können auch die Gläubiger einer Altanleihe sich für die Anwendbarkeit des neuen SchVG entscheiden, indem sie die bisherigen Anleihebedingungen entsprechend anpassen.

Für die weitaus zahlreicheren Fälle dagegen, in denen eine Emission zwar ausweislich ihrer Bedingungen deutschem Sachrecht unterstellt, von der Anwendbarkeit des SchVG 1899 dagegen ausgenommen war, weil die Emittentin ihren Sitz im Ausland hatte (sog. „formal ausländische Anleihen“<sup>5</sup>), bewendet es bei der Regelung des § 24 Abs. 1 Satz 1 SchVG, nämlich dass das neue SchVG auf solche Schuldverschreibungen, die vor dem 5. 8. 2009 ausgegeben wurden, nicht anzuwenden ist. Die Verweisung des § 24 Abs. 1 Satz 2, letzter Halbsatz SchVG auf die Opt in-Möglichkeit des § 24 Abs. 2 SchVG gilt für diese Anleihen nicht. Daher stellt sich die Frage, ob sich diese Opt in-Möglichkeit für diese Anleihen unmittelbar aus § 24 Abs. 2 SchVG ergibt, oder ob die Opt in-Möglichkeit des § 24 Abs. 2 SchVG auf Altanleihen beschränkt ist, die bisher dem SchVG 1899 unterstanden.

## **II. Anwendungsbeschluss (Opt in-Beschluss) auch für „formal ausländische Anleihen“**

Der Umstand, dass eine Altanleihe nicht dem SchVG 1899 unterfiel, steht einem Opt in-Beschluss nach § 24 Abs. 2 SchVG und damit der Anwendbarkeit des neuen SchVG nicht entgegen. Die Gläubiger der Schuldverschreibungen, die vor dem 5. August 2009 begeben wurden und für deren Schuldverschreibungen deutsches Sachrecht gewählt wurde, können nach § 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG mit Zustimmung der Emittentin eine Änderung der Anleihebedingungen beschließen, um von den im SchVG gewährten

---

<sup>3</sup> Gesetz vom 31. 7. 2009, BGBl. I, 2009, S. 2512.

<sup>4</sup> Zum Anwendungsbereich des § 1 SchVG 1899 eingehend *Vogel*, Die Vergemeinschaftung der Anleihegläubiger und ihre Vertretung nach dem Schuldverschreibungsgesetz, 1999, S. 253 ff.

<sup>5</sup> Zur Terminologie „formal ausländische Anleihe“ *Schmidtbleicher* (Fn. 2), S. 156.

Wahlmöglichkeiten Gebrauch zu machen. Diese Möglichkeit besteht gerade auch dann, wenn die Emittentin ihren Sitz im Ausland hat. Soweit sich Rechtsprechung und Schrifttum mit dieser Frage befassen, sind sie der gleichen Auffassung.<sup>6</sup>

Die Wahlmöglichkeit des § 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG ist also nicht, unter Rückgriff auf § 24 Abs. 1 Satz 2 SchVG, auf Altanleihen zu beschränken, die dem SchVG 1899 unterfallen. Das zeigt die folgende Auslegung nach Wortlaut, Entstehungsgeschichte, Systematik und Sinn und Zweck des § 24 SchVG.

## 1. Wortlaut des § 24 SchVG

§ 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG bezieht sich mit der Wendung „Schuldverschreibungen, die vor dem 5. August 2009 ausgegeben wurden“ nicht nur auf solche Schuldverschreibungen, die nach der Übergangsregel des § 24 Abs. 1 Satz 2 SchVG dem SchVG 1899 unterfallen, sondern auf alle von der Legaldefinition des § 1 Abs. 1 SchVG erfassten „Schuldverschreibungen“.

### a) Legaldefinition der Schuldverschreibung (§ 1 Abs. 1 SchVG)

Der in § 1 Abs. 1 SchVG definierte Begriff der Schuldverschreibungen („nach deutschem Recht begebene inhaltsgleiche Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen“) erfordert gerade keinen Inlandssitz der Emittentin, sondern lässt die Wahl deutschen Sachrechts als Kriterium ausreichen. Da der Gesetzgeber in § 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG den Terminus „Schuldverschreibungen“ verwendet, sind die der Legaldefinition in § 1 Abs. 1 SchVG entsprechenden Schuldverschreibungen, mithin auch von einer Gesellschaft mit Sitz im Ausland nach deutschem Recht begebene Schuldverschreibungen, gemeint. Der Gesetzgeber hätte eine abweichende Bedeutung des Begriffs deutlich machen müssen.

### b) Fehlende Bezugnahme in § 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG

Die Opt in-Möglichkeit des § 24 Abs. 2 SchVG ist nicht ausschließlich für die Fälle des § 24 Abs. 1 Satz 2 SchVG, also für die dem SchVG 1899 unterfallenden Altanleihen reserviert, denn die §§ 24 Abs. 1 und Abs. 2 SchVG sind in ihrem Anwendungsbereich nicht deckungsgleich. Hätte der Gesetzgeber den Opt in nach § 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG auf diejenigen Altanleihen begrenzen wollen, die dem SchVG 1899 unterliegen, dann hätte er das in der Formulierung zum Ausdruck bringen müssen. In § 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG hätte es dann nicht lediglich heißen dürfen: „Gläubiger von Schuldverschreibungen, die [...]“, sondern z. B. formuliert werden müssen: „Gläubiger dieser Schuldverschreibungen, die [...]“. Das wäre die gewöhnliche Form einer Bezugnahme, die der Gesetzgeber im Übrigen selbst in § 24 Abs. 1 Satz 2 SchVG verwendet, wenn es dort im Anschluss an Satz 1 heißt: „Auf diese Schuldverschreibungen ist [...]“. Angesichts dessen erscheint es ausgeschlossen, dass der

---

<sup>6</sup> Vgl. LG Frankfurt ZIP 2011, 2306 (2308 re. Sp.); Veranneman, in: Veranneman (Hrsg.), SchVG, 2010, § 24 Rn. 6; Schmidtbleicher (Fn. 2), S. 400; wohl auch Horn, ZHR 173 (2009), 12, 27 [zu § 25 des Referentenentwurfs des SchVG].

Gesetzgeber in § 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG eine Bezugnahme auf § 24 Abs. 1 SchVG unbedacht ausgelassen hat.

Der Wortlaut des § 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG lässt daher nicht erkennen, dass er nur dem SchVG 1899 unterliegende Altanleihen meint, sondern ist umfassend auf Schuldverschreibungen im Sinne des § 1 SchVG bezogen. Dieses Auslegungsergebnis wird durch einen Blick auf die Entstehungsgeschichte des Gesetzes gestützt.

## 2. Entstehungsgeschichte des § 24 SchVG

Der Gesetzgeber hat eine Beschränkung des § 24 Abs. 2 SchVG auf dem SchVG 1899 unterfallende Anleihen während des gesamten Gesetzgebungsverfahrens nie thematisiert oder vorausgesetzt.

Eine einschränkende Anmerkung zum Folgenden ist angezeigt. Bei den angeführten Materialien handelt es sich z. T. um nicht veröffentlichte Entwürfe aus dem Bundesjustizministerium in frühen Stadien. Diesen kommt nicht dieselbe Bedeutung einer verbindlichen Willensäußerung eines Verfassungsorgans mit Gesetzesinitiativrecht zu wie einem veröffentlichten Regierungsentwurf.

### a) Die Übergangsregel des SchVG 1899

Bereits das SchVG 1899 hat sich in § 26 mit dem Schicksal der Altanleihen nach der Einführung des neuen Systems der Gläubigerkoordination befasst. § 26 Abs. 1 SchVG 1899 ordnete das gleichzeitige Inkrafttreten des SchVG 1899 gemeinsam mit dem Bürgerlichen Gesetzbuch an. Damit traten die noch bestehenden landesrechtlichen Regeln zum Schuldverschreibungsrecht nach Art. 55 EGBGB am selben Tag außer Kraft. Der die Altfälle betreffende § 26 Abs. 2 SchVG 1899 lautete sodann:

*„Es [scil. das SchVG 1899] findet auch auf die vorher ausgegebenen Schuldverschreibungen Anwendung.“*

Diese ipso iure-Anwendbarkeit des SchVG 1899 auf alle noch umlaufenden Altanleihen stellte eine deutlich rigidere Regel als die des § 24 Abs. 2 SchVG dar, welche die Anwendbarkeit des neuen Rechts der autonomen Gestaltung der Parteien überlässt. § 26 Abs. 2 SchVG 1899 erfasste auch nicht etwa lediglich Anleihen, für die bereits zuvor die Möglichkeit eines Mehrheitsentscheids der Gläubiger bestand. Die durch Art. 55 EGBGB aufgehobenen Landesrechte bezogen sich vielmehr nahezu ausschließlich auf Pfandbriefe und ließen in den wenigsten Fällen Mehrheitsentscheidungen zu.<sup>7</sup>

Die Übergangsregel des § 26 Abs. 2 SchVG 1899 erfasste mithin nahezu ausschließlich bereits begebene Schuldverschreibungen, für die keine Mehrheitsentscheidungen vorgesehen waren, und führte für diese unmittelbar, ohne Notwendigkeit oder Möglichkeit eines gesonderten Opt in-Beschlusses, Mehrheitsentscheidungen ein. Der Einwand, die Schuldverschreibungsgläubiger hätten damals ohnedies auch nach den Vorschriften des bürgerlichen Rechts nicht darauf vertrauen können, dass Mehrheitsentscheidungen nicht zu ihrem Nachteil gefasst werden könnten, trifft nicht

<sup>7</sup> Einzelheiten zu den landesrechtlichen Vorläufern des SchVG 1899 *Vogel* (Fn. 4), S. 99 ff.

zu. Vielmehr hat das Reichsgericht für das vor 1900 geltende bürgerliche Recht (ALR) verneint, dass ohne entsprechende gesetzliche Vorkehrung durch Mehrheitsbeschlüsse in die Rechtsstellung des einzelnen Schuldverschreibungsgläubigers eingegriffen werden könne.<sup>8</sup>

Die einschlägige Kommentarliteratur zum SchVG 1899 hat hierzu angemerkt, dass sich der Gesetzgeber zu der Regel des § 26 Abs. 2 SchVG 1899 habe entschließen müssen, um die „ungeheuren Summen“ bereits ausstehender Anleihen den im öffentlichen Interesse liegenden Regeln des SchVG 1899 zu unterstellen. Die unabdingbaren Vorschriften des SchVG 1899 enthielten ausreichende Schutzvorkehrungen zu Gunsten der Anleihegläubiger.<sup>9</sup>

Sicher ergibt sich aus der Vorgängervorschrift des heutigen § 24 Abs. 2 SchVG, also aus § 26 Abs. 2 SchVG 1899, für sich genommen keine zwingende Auslegungsfolge für das heutige Recht. Sie lässt aber erkennen, dass bereits der Gesetzgeber des SchVG 1899 den Gesichtspunkt des Vertrauens der Anleihegläubiger einer noch laufenden Anleihe darauf, dass in ihre Gläubigerstellung nicht durch Mehrheitsbeschlüsse gegen ihren Willen eingegriffen werden könne, in Anbetracht der formellen und materiellen Schutzvorkehrungen des neuen Gesetzes hat zurücktreten lassen.

## **b) Die Diskussionsentwürfe 2003, 2004 und der Referentenentwurf 2006**

Der unveröffentlichte Diskussionsentwurf aus dem Jahre 2003 mit dem Arbeitstitel „Gesetz zur Änderung des Schuldverschreibungsrechts“ vom April 2003 enthielt zur Frage eines Opt in-Beschlusses für Altanleihen keine Regelung. Das erklärt sich daraus, dass dieser Entwurf die §§ 795 ff BGB abändern und Vorschriften schaffen wollte, die dem ebenfalls zu modifizierenden SchVG 1899 zur Seite gestellt werden sollten. Der Diskussionsentwurf 2003 sah mithin davon ab, das SchVG 1899 außer Kraft zu setzen, vielmehr strebte er dessen Anpassung an. Der Entwurf sah keine ausdrückliche Übergangsbestimmung vor.

Die rechtspolitische Debatte führte zur Umarbeitung dieses Diskussionsentwurfs und schließlich im September und November 2004 zur Vorlage zweier weiterer – gleichfalls unveröffentlichter – Diskussionsentwürfe eines SchVG. Beide führten den Titel „Gesetz zur Änderung des Schuldverschreibungsrechts“ (Disk-E 2004). Diese Diskussionsentwürfe wurden dann bis 2006 weiter entwickelt. 2006 lag ein ebenfalls unveröffentlichter Referentenentwurf vor, der zwar als „Regierungsentwurf“ bezeichnet, als solcher jedoch nicht beschlossen worden ist (Ref-E 2006). Die beiden Disk-E 2004 wie auch der Ref-E 2006 weichen in ihrem Aufbau und z. T. auch in ihrem Inhalt deutlich von dem vorangegangenen Diskussionsentwurf aus dem Jahre 2003 ab. Die Fragen des Schuldverschreibungsrechts werden nunmehr in den §§ 1 bis 14 SchVG Disk-E 2004 bzw. Ref-E 2006 eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes geregelt. Art. 2 Disk-E 2004 bzw. Ref-E 2006 hebt das SchVG 1899 mit dem Inkrafttreten des geplanten neuen Gesetzes auf. Die hier interessierende Übergangsregel des § 14 SchVG n. F. nebst ihrer Begründung ist in beiden Disk-E 2004 und im Ref-E 2006 bis auf eine inhaltlich

---

<sup>8</sup> Vgl. RGZ 22, 61, 63 ff.

<sup>9</sup> Vgl. *Könige*, Commentar zum Gesetz, betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen, 1. Aufl., 1900, § 26 Anm. 2.



irrelevante Abweichung gleich. Im Folgenden wird daher lediglich auf den Ref-E 2006 abgestellt.

Die Übergangsbestimmung des § 14 SchVG Ref-E 2006 sah bereits eine zweigeteilte Regelung vor, wie sie sich jetzt in § 24 SchVG findet. § 14 Abs. 1 SchVG Ref-E 2006 legte fest, dass das neue Gesetz nicht auf Anleihen anzuwenden sei, die vor dem Verkündungstag begeben worden waren. § 14 Abs. 2 SchVG Ref-E 2006 ermöglichte aber, mit Zustimmung der Emittentin eine Änderung der Emissionsbedingungen zu beschließen, um von den im Gesetz gewährten Änderungsmöglichkeiten Gebrauch machen zu können. § 1 Abs. 1 SchVG Ref-E 2006 enthielt zudem eine Legaldefinition des Begriffs „Schuldverschreibungen“, die auf einen Inlandssitz der Emittentin verzichtete und maßgeblich auf die Verwahrungs- und Verbriefungsform abstellte. Als selbstverständlich wurde offenbar nur vorausgesetzt, dass eine Wahl deutschen Sachrechts vorausgegangen sein musste. § 14 SchVG Ref-E 2006 lautete:

### „Übergangsbestimmungen

- (1) Dieses Gesetz ist nicht anzuwenden auf Schuldverschreibungen, die vor dem [einsetzen: Datum des auf die Verkündung folgenden Tages] ausgegeben wurden.
- (2) Gläubiger von Schuldverschreibungen, die vor dem [einsetzen: Datum des auf die Verkündung folgenden Tages] ausgegeben wurden, können mit Zustimmung des Emittenten eine Änderung der Emissionsbedingungen oder den Austausch der Schuldverschreibungen gegen neue Schuldverschreibungen mit geänderten Emissionsbedingungen beschließen, um von den in diesem Gesetz gewährten Wahlmöglichkeiten Gebrauch machen zu können. Der Beschluss bedarf einer qualifizierten Mehrheit. Mehrheitserfordernis und Beschlussfähigkeit bestimmen sich nach § 5 Abs. 1 Nr. 3 bis 5; die Regeln über die Stimmberechtigung in § 5 Abs. 1 Nr. 1 und 2 sowie Abs. 3 finden Anwendung. Das Beschlussverfahren richtet sich nach den §§ 6 bis 8.“

Wie dargelegt, erfasste die Legaldefinition in § 1 Abs. 1 SchVG Ref-E 2006 auch Anleihen von Emittenten mit Sitz im Ausland. Wenn § 14 Abs. 2 Satz 1 SchVG Ref-E 2006 von „Schuldverschreibungen“ spricht, sind hiermit, wie jetzt in § 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG, die in § 1 Abs. 1 SchVG Ref-E 2006 definierten Schuldverschreibungen gemeint. Mithin sollten von § 14 Abs. 2 Satz 1 SchVG i. d. F. des Ref-E 2006 auch Altanleihen erfasst werden, auf die das SchVG 1899 mangels Inlandssitzes der Emittentin keine Anwendung fand.

Die Begründung zu § 14 SchVG Ref-E 2006 stützt diese Auslegung. Sie behandelt auf den ersten Blick nur dessen Abs. 2. Hierzu wird (auf S. 54) ausgeführt, dass § 14 Abs. 2 SchVG Ref-E 2006 ein so bezeichnetes „phasing in“ für vor dem Inkrafttreten des neuen Gesetzes begebene Anleihen ermögliche (Hervorhebungen d. Verf.):

*„In Absatz 2 soll **Gläubigern von bei Inkrafttreten des Gesetzes bereits begebenen Schuldverschreibungen** ein „phasing in“ in das Gesetz ermöglicht werden. Hierzu sollen sie – mit der qualifizierten Mehrheit und den Quoren nach § 5 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 bis 5 [scil. SchVG Ref-E 2006] – sich nachträglich durch konstituierenden Beschluss (in Gestalt einer Änderung bzw. Ergänzung der geltenden Emissionsbedingungen) eine Gläubigerverfassung geben können, wie sie für neue Emissionen bereits in den **Emissionsbedingungen** vorgesehen werden kann.“*

Die einschränkungslose Formulierung: „**wie sie für neue Emissionen bereits in den Emissionsbedingungen vorgesehen werden kann**“ zeigt, dass § 14 Abs. 2 SchVG Ref-E 2006 auch solche Anleihen einbeziehen wollte, deren Emittenten keinen Sitz im Inland haben, sollte doch ein Inlandssitz des Emittenten bei neuen Emissionen nach § 1 Abs. 1 SchVG Ref-E 2006 gerade kein maßgebliches Kriterium für die Anwendbarkeit des neuen Rechts mehr sein.

Im letzten Absatz der Begründung (ebenfalls auf S. 54), optisch aber deutlich abgesetzt, findet sich der Hinweis:

*„Soweit ein solcher Beschluss jedoch nicht gefasst wird, bleibt es bei der Anwendung des Schuldverschreibungsgesetzes von 1899.“*

Eine entsprechende Vorschrift findet sich heute sinngemäß in § 24 Abs. 1 Satz 2 SchVG. Sie war notwendig, um klarzustellen, dass die Aufhebung des SchVG 1899 in Art. 2 Ref-E 2006 nicht zur Unanwendbarkeit dieses gesetzlichen Statuts führen, sondern dass im Gegenteil das SchVG 1899 für die bisher diesem Gesetz unterfallenden Altfälle fortgelten sollte. Dieser Teil der Begründung des Entwurfs ist aber ganz unabhängig von § 14 Abs. 2 SchVG Ref-E 2006 zu sehen; er betrifft einen besonderen Typus von Schuldverschreibungen, nämlich die dem SchVG 1899 unterstellten Anleihen, und befasst sich mit einer nur diese Anleihen betreffenden Frage, nämlich der Fortgeltung des alten SchVG. Daraus kann nichts für eine enge Interpretation des § 14 Abs. 2 SchVG Ref-E 2006 (und der entsprechenden Vorschrift des § 24 Abs. 2 SchVG), für eine Anwendbarkeit dieser Vorschrift nur auf dem SchVG 1899 unterfallende Altanleihen, abgeleitet werden.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass die Diskussionsentwürfe aus dem Jahr 2004 und der Referentenentwurf aus dem Jahr 2006 jedenfalls keine Hinweise auf einen engen Anwendungsbereich des § 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG, eine Beschränkung auf vordem dem SchVG 1899 unterfallende Altanleihen, enthalten. Auch diese Entwürfe legen vielmehr die oben unter 1. vorgenommene Wortlautauslegung zu § 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG nahe.

### c) **Der Referentenentwurf 2008 und die Regierungsentwürfe des SchVG 2009**

§ 25 des unveröffentlichten Referentenentwurfs eines SchVG (Ref-E) vom 8. Mai 2008 enthält die Bestimmungen des heutigen § 24 SchVG und ist mit einer Ausnahme wortgleich mit der Fassung des § 24 SchVG in den Regierungsentwürfen (Reg-E) für das SchVG.<sup>10</sup> Beide Regierungsentwürfe weichen weder im Wortlaut des § 24 SchVG Reg-E noch in der jeweiligen Begründung voneinander ab. Sie sind hinsichtlich ihres Wortlauts mit dem aktuellen § 24 SchVG identisch.<sup>11</sup>

§ 25 SchVG Ref-E 2008 und § 24 SchVG Reg-E unterscheiden sich lediglich in einer Formulierung, die Begründung ist wortgleich. Die abweichende Formulierung findet

---

<sup>10</sup> Entwurf eines Gesetzes zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung vom 20. 2. 2009, BR-Drucksache 180/09, und Entwurf vom 29. 4. 2009, BT-Drucksache 16/12814.

<sup>11</sup> Vgl. BR-Drucksache 180/09 S. 12 und S. 40 mit BT-Drucksache 16/12814 S. 14 und S. 42 und hinsichtlich des Wortlauts mit BGBl. I vom 4. August 2009, S. 2517.

sich in § 24 Abs. 1 Satz 2 SchVG Reg-E. Während es im Referentenentwurf 2008 noch hieß: „[das SchVG 1899 ist] *anzuwenden, soweit sich aus Abs. 2 nichts anderes ergibt*“ heißt es im Regierungsentwurf und der heutigen Vorschrift: „[das SchVG 1899 ist] *weiter anzuwenden, soweit sich aus Abs. 2 nichts anderes ergibt*.“ Die Ergänzung um das Wort „**weiter**“ im Regierungsentwurf soll klarstellen, dass § 24 Abs. 1 Satz 2 SchVG lediglich die Frage des Fortgeltens des SchVG 1899 für diejenigen Altanleihen betrifft, die bereits zuvor dem SchVG 1899 unterfielen.

Auch dieser Teil der Entstehungsgeschichte unterstützt daher das Verständnis der §§ 24 Abs. 1 und Abs. 2 SchVG als Vorschriften mit verschiedenen Anwendungsbereichen, wie sich dies bereits aus der Wortlautauslegung ergibt. Die Gesetzgebungsgeschichte gibt mithin keine Hinweise darauf, dass § 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG nur dem SchVG 1899 unterfallende Altanleihen erfassen soll, so dass das Ergebnis der oben unter 1. unternommenen Wortlautauslegung zu korrigieren wäre. Vielmehr wird im Gegenteil die Wortlautauslegung durch die Entstehungsgeschichte bestätigt.

#### d) Der internationale Hintergrund

Bei der Betrachtung der Entstehungsgeschichte ist ein weiterer Aspekt zu berücksichtigen. Alle Entwürfe und auch das SchVG selbst stellen eine Reaktion des deutschen Gesetzgebers auf internationale Bestrebungen dar, weitere Handlungsoptionen in Staatsschuldenkrisen zu eröffnen. Das SchVG 1899 war ausweislich des Wortlauts des § 1 Abs. 1 SchVG 1899 nicht auf ausländische Staatsanleihen anwendbar. Zudem bestanden erhebliche Bedenken, ob Regeln zur Gläubigerkoordination in Bedingungen deutschem Recht unterstellter Anleihen vorgesehen werden konnten und diese gegebenenfalls über die Vorschriften des SchVG 1899 hinausgehen durften.<sup>12</sup>

Die Group of Ten (G 10) hatte bereits 1996 (sog. Rey-Report) und erneut 2002 die Verwendung von Collective Action Clauses (CACs) auf Grundlage der von der „Quarles Group“ erarbeiteten Vorschläge empfohlen.<sup>13</sup> Der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister der Europäischen Union (ECOFIN) hat sodann auf seinem Treffen vom 6. bis 8. September 2002 beschlossen, dass künftig in den Auslandsanleihen der Mitgliedstaaten CACs vorgesehen werden sollten.<sup>14</sup> Gleichfalls 2002 legte der IWF 2002 eine Studie „The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses“ vor.<sup>15</sup>

Diese Kollektivhandlungsklauseln sind erstmals wohl in England entwickelt worden und werden dort seit jeher in die Bedingungen von Anleihen eingefügt. Sie ermöglichen Mehrheitsentscheidungen der Anleihegläubiger. International gelten Collective Action Clauses heute als etablierter Bestandteil von Emissionsverträgen über staatliche Auslandsanleihen.<sup>16</sup>

Die angeführten Untersuchungen befassten sich u. a. mit der Frage, welchen Rechtsordnungen Entwicklungsländer ihre Staatsanleihen unterstellen, und ob diese Rechtsordnungen CACs zulassen. Hinsichtlich des damals geltenden deutschen Rechts

<sup>12</sup> Vgl. S. 9 f. Disk-E 2003; S. 21 f.; S. 20 f. Disk-E 2004; S. 23 f. des Ref-E 2006; S. 22 Ref-E 2008.

<sup>13</sup> Nachweise dazu bei *Hofmann/Keller*, ZHR 175 (2011), 684, 693.

<sup>14</sup> Vgl. Pressemitteilung des ECOFIN vom 7. September 2002, abrufbar unter: <http://uk.fm.dk/News/Press%20releases/2002/09/Informal%20ECOFIN.aspx>.

<sup>15</sup> Abrufbar unter: <http://www.imf.org/external/np/psi/2002/eng/060602.pdf>.

<sup>16</sup> Vgl. *Hofmann/Keller*, ZHR 175 (2011), 684 ff.

wurde in Frage gestellt, ob dieses CACs zulasse. Es wurde empfohlen, künftig die Verwendung von CACs in ausländischen Staatsanleihen zu fördern und, soweit erforderlich, die rechtlichen Voraussetzungen hierfür zu schaffen.<sup>17</sup>

Der Rey-Report behandelt auch das hier interessierende Problem von Übergangsregelungen. Befürchtet wurde, dass CACs nicht in bereits begebene Anleihen eingefügt werden könnten, und dass es Probleme bei der Einführung von CACs in neue Emissionen geben könne, wenn in alten Emissionen keine CACs vorgesehen seien. Dieser Umstand könne die Einführung der Klauseln wesentlich verteuern. Unter Ziff. 63 auf S. 17 des Rey-Reports findet sich dazu folgende Anmerkung:

*„Because new [sc. collective action] clauses would be included only in newly issued debt, it would take some years before the bulk of any country's debt contracts would contain such provisions. Nonetheless, general acceptance by the market of the desirability of such clauses could create a climate conducive to cooperation between debt holders beyond the legal provisions presently incorporated in contracts.”*

Das Problem verschiedener Regime ausstehender Staatsanleihen desselben Emittenten behandelt auch die Frage 12 auf S. 38 des Reports, die ausgewählten Marktteilnehmern zur Vorbereitung des Reports gestellt wurde:

*„Even if such contract innovations [CACs] become standard, they would only apply to new debt agreements while the bulk of the existing debt would be under the old style contract. Is there a case for converting these "old" debts? If yes, how could this be accomplished?”*

Die Antwort auf die gestellte Frage fiel kurz aus. Sie findet sich im letzten Satz auf S. 31 des Reports:

*„Even if "model contracts" [sc. mit CACs] were to be used henceforth, the conversion of old bonds was considered not to be feasible as the costs would be prohibitive.”*

Die genannten Untersuchungen und Empfehlungen waren, wie bereits betont, ein entscheidender Beweggrund für die Reform des SchVG.

Die Disk-E 2004 und der Ref-E 2006 führen den Rey-Report auf S. 21 bzw. S. 20 bzw. S. 23 in Fn. 1 ausdrücklich an. Die weiteren Entwürfe verweisen nur pauschal auf die Untersuchungen der G 10 und des IWF sowie auf deren Ergebnisse.

Die in allen Entwürfen und in § 24 Abs. 2 SchVG vorgesehenen Übergangsregeln sind demnach auch als Reaktion auf das dem Gesetzgeber bekannte Problem divergierender Standards in alten und neuen Anleihebedingungen zu verstehen, das nicht nur die in den erwähnten Untersuchungen behandelten Staatsanleihen betrifft. Auch das ist ein Hinweis darauf, dass § 24 Abs. 2 SchVG auch bereits begebene ausländische (Staats-) Anleihen erfassen soll, die zwar deutschem Recht unterstellt sind, aber nicht dem SchVG 1899 unterfallen. Auch der internationale Hintergrund der Entwürfe spricht mithin für die oben vorgenommene Wortlautauslegung des § 24 Abs. 2 SchVG.

---

<sup>17</sup> Vgl. hierzu die Zusammenfassungen bei H. Schneider in: Baums/Cahn (Hrsg.), Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, 69, 70 ff.; Sester, AcP 209 (2009), 628, 630 f., ders. WM 2011, 1057; Schmidbleicher (Fn. 2), S. 175 f., jeweils m.w.N.

### 3. Systematische Auslegung des § 24 SchVG

Die systematische Auslegung des § 24 SchVG unterstützt das Ergebnis der Auslegung dieser Vorschrift nach ihrem Wortlaut und ihrer Entstehungsgeschichte. Es gibt keine Anhaltspunkte dafür, dass sich § 24 Abs. 2 SchVG lediglich auf die in § 24 Abs. 1 SchVG gemeinten Fälle, d. h. nur auf Altanleihen bezieht, die zuvor dem SchVG 1899 unterfielen. Zwar schließt sich häufig der zweite Absatz einer Vorschrift auch inhaltlich an den ersten Absatz an und sieht in dem durch den ersten Absatz vorgezeichneten Rahmen weitere Regelungen vor oder nimmt Einschränkungen vor. Die vom Gesetzgeber in § 24 SchVG gewählte Technik ist aber eine andere. § 24 Abs. 2 SchVG knüpft nicht an § 24 Abs. 1 Satz 2 SchVG an, sondern umgekehrt verweist § 24 Abs. 1 Satz 2 SchVG auf § 24 Abs. 2 SchVG, wenn es dort heißt, „[das SchVG 1899 ist] weiter anzuwenden, soweit sich aus Abs. 2 nichts anderes ergibt.“ § 24 Abs. 1 und Abs. 2 SchVG stehen also nicht im Verhältnis von Grundnorm und Ergänzungsnorm zueinander.

Es handelt sich bei § 24 Abs. 1 SchVG vielmehr um eine eigenständige Regelung im Rahmen der Übergangsvorschriften, die eine Sonderfrage betrifft und mit § 24 Abs. 2 SchVG nur insoweit verbunden ist, als *auch* Anleihen dem neuen SchVG unterstellt werden können, für die das SchVG 1899 (trotz seiner in Art. 8 angeordneten Aufhebung) fortgelten soll. Der Verweis in § 24 Abs. 1 Satz 2 a. E. SchVG auf § 24 Abs. 2 SchVG stellt klar, dass auch Altanleihen im Sinne des § 24 Abs. 1 Satz 2 SchVG nach Maßgabe des § 24 Abs. 2 SchVG dem neuen Recht unterstellt werden können.

§ 24 Abs. 2 SchVG seinerseits normiert keine Ausnahme oder Ergänzung zum Grundfall des § 24 Abs. 1 SchVG, sondern betrifft originär und allgemein die Modalitäten, nach denen das neue Recht auf bereits begebene Anleihen angewendet werden kann. Die Regelungsanliegen der beiden Absätze des § 24 SchVG sind verschieden, und ihre Anwendungsbereiche decken sich nur teilweise. Der Anwendungsbereich des § 24 Abs. 2 SchVG geht über die Fälle des § 24 Abs. 1 Satz 2 SchVG hinaus; er erfasst alle bereits bei Inkrafttreten des Schuldverschreibungsgesetzes ausgegebenen Schuldverschreibungen im Sinne der Legaldefinition des § 1 SchVG, nicht nur die besonderen Schuldverschreibungen im Sinne des § 24 Abs. 1 Satz 2 SchVG.

Für dieses Auslegungsergebnis spricht auch die Aufteilung auf zwei verschiedene Absätze, die den Kreis der von ihnen erfassten Altanleihen jeweils gesondert beschreiben. Wäre gewollt gewesen, die Vorschrift des § 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG auf Altanleihen im Sinne des § 24 Abs. 1 Satz 2 SchVG zu beschränken, hätte nahe gelegen, dies entweder in einem Absatz zusammen zu fassen oder in Absatz 2 SchVG auf die Schuldverschreibungen im Sinne des § 24 Abs. 1 SchVG zu verweisen, statt umgekehrt, wie hier geschehen, für die Fälle des § 24 Abs. 1 SchVG die Geltung des § 24 Abs. 2 SchVG anzuordnen.

### 4. Teleologische Auslegung des § 24 SchVG

Die teleologische Auslegung stützt das Ergebnis der Auslegung des § 24 SchVG nach seinem Wortlaut, der Entstehungsgeschichte und der Systematik dieser Vorschrift. § 24 Abs. 2 SchVG soll die Defizite des SchVG 1899 beseitigen und die tatsächliche

Anwendung des neuen Schuldverschreibungsrechts sichern. Eine teleologische Reduktion des § 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG auf Fälle, in denen die Altanleihen bereits dem SchVG 1899 unterlagen, würde diesem Ziel des Gesetzgebers zuwiderlaufen und ist auch nicht aus Gesichtspunkten des Vertrauensschutzes der Teilschuldverschreibungsgläubiger einer Altanleihe angezeigt.

#### a) **Beseitigung der Defizite des SchVG 1899 und tatsächliche Anwendung**

§ 24 Abs. 2 SchVG ist, wie das gesamte SchVG, geschaffen worden, um den vielfach bemängelten Defiziten des SchVG 1899 abzuweichen. Diese Defizite beschränkten sich nicht auf die unzureichenden Sanierungsmaßnahmen, die unter dem SchVG 1899 ergriffen werden konnten, sondern waren auch im unzulänglich eng abgesteckten Anwendungsbereich des SchVG 1899 begründet. Wörtlich heißt es in der allgemeinen Begründung des Regierungsentwurfs des neuen SchVG dazu:

*„Dennoch hat das SchVG von 1899 in der Vergangenheit kaum nennenswerte praktische Bedeutung erlangt. Dafür sind vor allem drei Gründe zu nennen. Erstens ist das Gesetz nur anwendbar, wenn der Schuldner seinen Sitz im Inland hat. Heute weithin übliche Gestaltungen, bei denen eine im Ausland ansässige Finanzierungsgesellschaft als Schuldner eingesetzt wird, werden somit nicht erfasst. Die beiden anderen Punkte betreffen den geringen Umfang der Gläubigerrechte. So erlaubt das SchVG von 1899 zweitens eine Aufgabe oder Beschränkung der Rechte der Gläubiger nur „zur Abwendung einer Zahlungseinstellung oder des Insolvenzverfahrens“ über das Vermögen des Schuldners. Für eine sinnvolle Sanierung des Schuldners ist es aber häufig schon zu spät, wenn die Insolvenz unmittelbar bevorsteht. Als zu eng haben sich drittens auch die Befugnisse der Gläubiger erwiesen. Nach dem SchVG von 1899 kommt nur eine Ermäßigung der Zinsen und eine Stundung der Hauptforderung in Betracht, befristet zudem auf drei Jahre. Ein Verzicht auf die Hauptforderung ist jedoch ausgeschlossen. Das genügt ersichtlich nicht, wenn andere Gläubiger aus wirtschaftlichen Gründen ebenfalls auf Teile ihrer Forderungen verzichten müssen“*

und weiter:

*„Der vorliegende Entwurf will diese Schwächen des geltenden Rechts beseitigen.“<sup>18</sup>*

Insbesondere die missliche Beschränkung des Anwendungsbereichs des SchVG 1899 auf Emittenten mit Sitz im Inland war in der Fachliteratur seit langem kritisiert worden.<sup>19</sup> Die Schwäche des § 1 Abs. 1 SchVG 1899, wonach sich die Anwendbarkeit des SchVG 1899 nach dem Inlandssitz der Emittentin richtete, sollte beseitigt werden. Das zeigt sich an dem in § 1 Abs. 1 SchVG neu definierten Anwendungsbereich, der auf die Rechtswahl abstellt und das Kriterium des Emittentensitzes fallen lässt.<sup>20</sup>

Hierbei ist, wie bereits erwähnt, die lange Laufzeit von Anleihen zu berücksichtigen. Der Sinn und Zweck des § 24 Abs. 2 SchVG wäre in Frage gestellt, wenn ausschließlich

<sup>18</sup> Zitat aus: BR-Drucksache 180/09, S. 18.

<sup>19</sup> Vgl. hierzu nur *Than*, in: FS Coing, 1982, 521, 524; *Hopt*, in: FS Steindorff, 1990, 341, 344 ff.; *H. Schneider* in: Baums/Cahn (Fn. 17), 69, 74 f. und 85 ff., jeweils m.w.N.

<sup>20</sup> Vgl. hierzu *Schmidtbleicher* (Fn. 2), S. 177; *Oulds*, in: Veranneman (Fn. 6), § 1 Rn. 17; *Preuße*, in: Preuße (Hrsg.), SchVG, 2011, § 1 Rn. 12 ff m.w.N.

der kleine Anteil derjenigen Anleihen von den Vorkehrungen des neuen Schuldverschreibungsrechts Gebrauch machen könnte, der bereits zuvor dem SchVG 1899 unterstand.<sup>21</sup> Faktisch liefe dann das neue SchVG, das der Gesetzgeber bewusst geschaffen hat, um die erkannten Defizite des SchVG 1899 und somit gerade auch des zu begrenzten Anwendungsbereichs zu beseitigen, für den überwiegenden Anteil der nach deutschem Recht emittierten Altanleihen leer.<sup>22</sup>

Die Regel des § 24 Abs. 2 SchVG, deren Aufgabe es ist, für bereits emittierte Anleihen die Defizite des SchVG 1899 abstellen zu können, würde bei einer Beschränkung auf dem SchVG 1899 unterfallende Anleihen ihren Zweck in großem Ausmaß verfehlen.

Dies beträfe nicht nur Unternehmensanleihen, sondern ebenso vor Inkrafttreten des SchVG begebene Staatsanleihen ausländischer Staaten, für die deutsches Sachrecht gewählt wurde. Die bereits vor dem Inkrafttreten des SchVG begebenen Staatsanleihen unterfielen nicht dem SchVG 1899. Eine einschränkende Auslegung des § 24 Abs. 2 SchVG hätte zur Folge, dass nur in neue Staatsanleihen CACs eingefügt, alte Staatsanleihen dagegen diesem Standard nicht angepasst werden könnten. Die ausstehenden Anleihen ausländischer Staaten zerfielen mithin in Anleihen mit Umschuldungsklauseln und solche, bei denen diese Klauseln nicht eingeführt werden könnten. Bei einer Restrukturierung der staatlichen Verbindlichkeiten bliebe eine Anleihegläubigergruppe von Sanierungsbeiträgen befreit, während eine andere Anleihegläubigergruppe per Mehrheitsentscheid Sanierungsbeiträgen ausgesetzt werden könnte. Die erforderlichen Mehrheiten für diese Sanierungsbeiträge würden sich hier jedoch kaum finden, denn die Gläubiger ohne CACs in ihren Anleihebedingungen würden von den Sanierungsbeiträgen der Gläubiger neuer Anleihen mit diesen Klauseln profitieren (zu einer genauen Erklärung dieses Kollektivhandlungsproblems siehe unten b) bb)). Die Beteiligung privater Gläubiger an der Restrukturierung staatlicher Verbindlichkeiten, wie sie das SchVG ermöglichen soll, wäre in diesen Fällen ausgeschlossen.

Diese Auslegung würde darüber hinaus die Akzeptanz von CACs in Neuemissionen beeinträchtigen. Bei künftigen Anleiheemissionen würden die Anleihegläubiger mit Recht fragen, weshalb sie CACs in ihren Bedingungen akzeptieren sollten, wenn ihnen in der Folge die Altgläubiger vorgezogen werden würden. Die Folge davon dürfte mindestens die Forderung von Neugläubigern nach einer dementsprechenden Risikoprämie sein.

Beide Einwände gelten uneingeschränkt auch für die Lage privater Emittenten. Hat ein privater Schuldner mehrere Anleihen emittiert, so werden Gläubiger ihre Zustimmung zur Anpassung der Anleihebedingungen verweigern, solange von ihren Sanierungsbeiträgen auch Gläubiger von Anleihen ohne CACs profitieren. Zumindest aber werden die neuen Gläubiger höhere Prämien verlangen, um das Risiko, allein zur Sanierung beitragen zu müssen, zu kompensieren.

---

<sup>21</sup> Vgl. insoweit auch das Urteil von *H. Schneider*, der als genauer Kenner der Praxis an der Reform des Schuldverschreibungsrechts maßgeblich mitgewirkt hat, beim SchVG 1899 handle es sich um „weithin totes Recht“; *H. Schneider* in: Baums/Cahn (Fn. 17), 69, 79.

<sup>22</sup> Vgl. zur gängigen Praxis der Emission formal ausländischer Anleihen (einer Finanzierungstochter mit Sitz im Ausland), die zwar deutschem Sachrecht unterstellt werden, gleichwohl aber aus dem Anwendungsbereich des SchVG 1899 herausfielen, und den Beweggründen für die Emission durch eine ausländische Finanzierungstochter *Siebel* (Fn. 2), S. 678 f.; *Hartwig-Jacob* (Fn. 2), S. 545 ff.; *Schmidtbleicher* (Fn. 2), S. 155 f.; *Theisen*, in: Lutter/Scheffler (Fn. 2), Rn. 22.16 ff.; *Schlitt/Schäfer*, AG 2009, 477, 478 f.; *Vogel*, ZBB 1996, 321, 334 f., jeweils m.w.N.

Alle diese Folgen einer einschränkenden Interpretation des § 24 Abs. 2 SchVG widersprechen dem Sinn und Zweck dieser Vorschrift und eines zentralen Anliegens der Reform des deutschen Schuldverschreibungsrechts überhaupt.

Es bleibt die Frage, ob die Opt in-Möglichkeit des § 24 Abs. 2 SchVG aus besonderen Sachgründen, nämlich aus Gründen des Schutzes der bei einem solchen Beschluss überstimmten Gläubiger, nur für Altanleihen im Sinne des SchVG 1899 offen stehen sollte, weil der notwendige Vertrauensschutz der Altgläubiger darauf, dass ihre Rechtsposition nicht in weiterem Umfang als bisher durch Mehrheitsbeschlüsse beschränkt werden kann, dies gebietet. Darauf ist im Folgenden einzugehen. Da die Auslegung nach Wortlaut, Entstehungsgeschichte und systematischem Aufbau des § 24 SchVG eine solche Auslegung, wie gezeigt, nicht gestatten, kann es freilich nur mehr um die Frage gehen, ob § 24 Abs. 2 SchVG gegebenenfalls *teleologisch* auf diese Fälle, d. h. auf dem SchVG 1899 unterfallende Altanleihen, *reduziert* werden könnte.

## **b) Vertrauensschutz durch Reduktion des § 24 SchVG auf Fälle des SchVG 1899?**

Eine einschränkende Interpretation des § 24 Abs. 2 SchVG käme in Betracht, wenn der gebotene Vertrauensschutz der Altgläubiger eine unterschiedliche Behandlung von Anleihen nach dem SchVG 1899 und hiervon nicht erfasste Anleihen rechtfertigte. Die Frage ist also, ob die Anleihegläubiger, für deren Schuldverschreibungen bisher das SchVG 1899 galt und die seit Inkrafttreten des neuen Schuldverschreibungsgesetzes wegen § 24 Abs. 1 Satz 2 SchVG einen Opt in-Beschluss nach Maßgabe des § 24 Abs. 2 SchVG hinzunehmen haben, in ihrem Vertrauen darauf, dass es nicht zu einer solchen Änderung und den damit ermöglichten Eingriffen seitens der Gläubigermehrheit kommen würde, weniger schützenswert sind als solche Gläubiger, auf deren Schuldverschreibungen das SchVG 1899 niemals anwendbar war. Aus der Perspektive der Gläubiger einer nicht dem SchVG 1899 unterfallenden Anleihe betrachtet: Konnte sich insoweit ein schützenswertes Vertrauen ausbilden, dass solche Schuldverschreibungen niemals einer Mehrheitsentscheidung zugänglich werden würden, wenn sie zwar deutschem Sachrecht unterstanden, jedoch von einer Auslandsemittentin begeben wurden? Das ist zu verneinen.

### **aa) Auslandssitz der Emittentin als vertrauensbildendes Merkmal?**

Die angedeutete einschränkende Interpretation des § 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG würde die Möglichkeit eines Opt in vom Sitz der Emittentin abhängig machen. Dieses Kriterium ist für die Anleihegläubiger und ihr schützenswertes Vertrauen aber ohne Bedeutung. Das zeigen die folgenden Überlegungen.

Häufig sehen die Anleihebedingungen die Ersetzung der ausländischen Finanzierungstochter, zum Beispiel einer niederländischen B. V., durch eine Emittentin mit Inlandsitz ohne die Zustimmung der Gläubiger vor. Eine solche Anleihebedingung ist Marktstandard und bei Anleihen eines Emittenten mit Sitz im Ausland häufig zu finden.<sup>23</sup>

---

<sup>23</sup> Vgl. nur Siebel (Fn. 2), S. 638 ff.; Hartwig-Jacob (Fn. 2), S. 657 ff., jeweils m.w.N.



Nach der Ersetzung der Emittentin wäre nach § 1 Abs. 1 SchVG 1899 das SchVG 1899 (vor dessen Aufhebung) auf diese Anleihe anwendbar gewesen, ohne dass die Gläubiger hiergegen etwas hätten unternehmen können. In der Folge wäre dann auch bei einschränkender Interpretation des § 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG der Opt in möglich. Das Kriterium der Anwendbarkeit des SchVG 1899 entfaltet insofern also keine investorenschützende Wirkung. Ein schützenswertes Vertrauen, künftig keinen Mehrheitsentscheidungen ausgesetzt zu sein, konnte sich bei einer nicht dem SchVG 1899 unterfallenden, deutschem Sachrecht unterliegenden Anleihe mit der Möglichkeit der Schuldnerersetzung nicht ausbilden, jedenfalls nicht in höherem Maße als bei einer bereits von vorneherein dem SchVG 1899 unterstellten Anleihe, für die der Opt in zweifellos vorgesehen ist (§ 24 Abs. 1 Satz 2 SchVG).

Eine Emittentenersetzung mit der Folge der Anwendbarkeit des SchVG 1899 und damit des § 24 Abs. 1 Satz 2, Abs. 2 SchVG kann aber auch ohne entsprechende Vorkehrung in den Anleihebedingungen erreicht werden. Nach der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs in den Rechtssachen *Centros*, *Überseering* und *Inspire Art* ist es Ausfluss der – seinerzeit gemeinschaftsrechtlichen, heute unionsrechtlichen – Niederlassungsfreiheit aus Artt. 43 i.V.m. 48 EGV / Artt. 49 i.V.m. 54 AEUV, dass Gemeinschaftsunternehmen ihren Verwaltungssitz in eine andere Rechtsordnung „hineinverlegen“ können, ohne dass dies zu ihrer Auflösung oder gar zu einem Statutenwechsel führt.<sup>24</sup>

Hiernach kann z. B. eine Finanzierungstochter in der Rechtsform einer B.V. mit Sitz in den Niederlanden, die eine Anleihe emittiert und deutschem Sachrecht unterstellt hat, ihren Verwaltungssitz nach Deutschland verlegen. Die Sitzverlegung ins Inland hätte – vor der Aufhebung des SchVG 1899 – wiederum zur Folge gehabt, dass nun das SchVG 1899 anwendbar gewesen wäre (es sei denn, man wollte § 1 SchVG 1899 so auslegen, dass hiervon nur Schuldverschreibungen solcher Emittenten erfasst wurden, die *im Zeitpunkt der Emission* ihren Sitz im Inland hatten). Die Gläubiger der Gesellschaft hätten den mit der Sitzverlegung verbundenen Statutenwechsel (Anwendbarkeit des SchVG 1899 auf ihre Anleihe) hinnehmen müssen, ohne sich dagegen und nunmehr gegen den Opt in gemäß § 24 Abs. 1 Satz 2 SchVG und die dadurch eröffneten Möglichkeiten des Eingriffs in ihre Rechtsposition nach Maßgabe des neuen SchVG zur Wehr setzen zu können.

Beide Überlegungen zeigen, dass die Unanwendbarkeit des SchVG 1899 keinen besonderen Vertrauensschutz zunächst unkoordinierter, d. h. nicht dem Regime des SchVG 1899 unterliegender Anleihegläubiger rechtfertigte. Ein Vertrauen der Gläubiger darauf, von Mehrheitsentscheidungen frei zu bleiben, konnte sich bei den Gläubigern formal ausländischer, vom SchVG 1899 nicht erfasster Anleihen nach deutschem Recht nicht ausbilden. Das hat jedenfalls für Gläubiger von Anleihen zu gelten, die von einem Emittenten mit Sitz in einem EU-Mitgliedstaat nach der zitierten Rechtsprechung des EuGH zur Sitzverlegung innerhalb der EU-Mitgliedstaaten ausgegeben wurden, oder die von vorneherein ohne Zustimmung der Gläubiger eine Ersetzung der ausländischen Emittentin durch eine Gesellschaft mit Sitz im Inland zuließen. Ein Vertrauen der Anleihegläubiger darauf, von Mechanismen der Gläubigerkoordination, wie im SchVG 1899 und jetzt im SchVG 2009 vorgesehen, nicht betroffen zu werden, konnte sich vor diesem Hintergrund nicht ausbilden.

---

<sup>24</sup> Vgl. EuGH, Slg. 1999, I-1459 – *Centros* = NJW 1999, 2027 ff.; EuGH, Slg. 2002, I-9919 – *Überseering* = NJW 2002, 3614 ff. und EuGH, Slg. 2003, I-10155 – *Inspire Art* = NJW 2003, 3331 ff.

## **bb) Schützenswertes Vertrauen auf formal unkoordinierte Rechtsverhältnisse?**

Auch wenn man die nach den Anleihebedingungen vorgesehene Ersetzung der Emittentin und eine Sitzverlegung der Emittentin ins Inland ausblendet, konnte sich ein begründetes Vertrauen auf Freiheit von Mehrheitsbeschlüssen bei nach deutschem Recht begebenen Anleihen nicht ausbilden. Ein solches Vertrauen wäre nur berechtigt, wenn sich die Anleihegläubiger darauf verlassen durften, dass nach deutschem Recht außerhalb der Bestimmungen des SchVG 1899 keine Mehrheitsbeschlüsse der Anleihegläubiger gefasst werden konnten und auch in Zukunft nicht möglich sein würden. Das ist jedoch nicht der Fall.

Zunächst einmal ist bereits grundsätzlich zu hinterfragen, ob ein Vertrauen der Anleihegläubiger auf Freiheit von Mehrheitsentscheidungen schützenswert erscheint. Insofern muss ein Blick auf die Folgen unkoordinierter Schuldverhältnisse aus Anleihen geworfen werden.

Das SchVG und die in ihm enthaltenen Möglichkeiten von Mehrheitsbeschlüssen mögen die Interessen der unkoordinierten Altgläubiger vordergründig negativ berühren, tatsächlich dient das SchVG jedoch den Gläubigerinteressen. Es stellt einen Mechanismus zur Verfügung, der die Koordination der Anleihegläubiger sicherstellt und diesen die Möglichkeit gibt, an einer Restrukturierung der Emittentin und deren verbundenen Unternehmen teilzunehmen. Das wiederum ist eine überragend wichtige Voraussetzung, um eine drohende Insolvenz des Schuldners (oder, im Falle eines staatlichen Emittenten, dessen schlichte Zahlungsunfähigkeit) abzuwehren, und liegt mithin vor allem im Interesse der Altgläubiger.

Das kann am Beispiel einer gewöhnlichen Anleihe verdeutlicht werden. Jede Anleihe hat einen bestimmten Nennwert und einen tatsächlichen Wert. Der Nennwert bezeichnet den Betrag, den der Teilschuldverschreibungsgläubiger nach Maßgabe der Anleihebedingungen fordern kann. Der tatsächliche Wert der Anleihe resultiert aus der Fähigkeit und Bereitschaft des Unternehmens (oder eines Staats), seinen Zahlungspflichten nachzukommen. Können die Emittentin und die mit ihr verbundenen Unternehmen (oder ein Staat) die Gläubiger (nicht bloß die Anleihegläubiger) nicht voll befriedigen, liegt der tatsächliche Wert der Anleihe unter dem Nennwert der Anleihe. Dieser Unterschied zwischen tatsächlichem und Nennwert ist gemeint, wenn angegeben wird, eine Anleihe sei z. B. 30 Cent pro Euro wert. Forderte der Anleihegläubiger einen Euro Nennwert, bekäme er nur 30 Cent. Würden alle Gläubiger ihre Forderungen geltend machen, würde das die Insolvenzantragspflicht der Emittentin auslösen und zu ihrer Abwicklung im Insolvenzverfahren (bei einem Staat zur schlichten Zahlungseinstellung) führen. Für diesen Fall darf als gesichert gelten, dass die Insolvenzquote deutlich hinter dem tatsächlichen Wert der Anleihe zurückbleibt (im Fall eines Staates, für den weder die formale Insolvenzfähigkeit noch ein Insolvenzverfahren existiert, bedeutet das nur noch Zahlungen nach Möglichkeit). Bei einer gewöhnlichen Anleihe wären das im Beispiel vielleicht 15 Cent pro Euro Nennwert; eine Hybridanleihe wäre wegen ihrer Struktur (keine Endfälligkeit, Nachrang, nachrangige Sicherheiten usw.) im Insolvenzfall in der Regel (nahezu) wertlos.

Soll das demnach für die Teilschuldverschreibungsgläubiger negative Szenario einer Insolvenz verhindert werden, muss der Schuldenstand der Emittentin und den mit ihr verbundenen Unternehmen (oder dem Staat) reduziert und ggfs. neue Liquidität zugeführt werden. Das kann durch Sanierungsbeiträge der Gläubiger, wie z. B.

Stundung und Erlass von Forderungen, sowie durch Zufuhr neuen Eigen- und Fremdkapitals (im Fall eines staatlichen Emittenten: Verkauf von Staatseigentum, Steuererhöhungen und Zufuhr von Fremdkapital) geschehen. Die zentrale Frage ist natürlich, wer sich unter welchen Bedingungen bereit erklärt, Sanierungsbeiträge zu leisten. Hierbei kommt der eingangs erwähnten Differenzierung zwischen Nennwert und tatsächlichem Wert der Anleihe eine überragende Bedeutung zu. Denn sollten einige Gläubiger auf Teile ihrer Forderungen verzichten oder gar frisches Eigen- oder Fremdkapital zuführen, reduzieren sie die Verschuldungsquote und steigern die Liquidität und mithin die Solvenz der Emittentin und der mit ihr verbundenen Unternehmen; hierdurch erhöht sich der tatsächliche Wert der Anleihe. In dem angeführten Beispiel könnte der Wert der Anleihe z. B. auf nunmehr 55 Cent pro Euro steigen. Wäre es nun den Anleihegläubigern in dieser Situation möglich, den unveränderten Nennwert der Anleihe zu fordern, könnten sie die Sanierungsbeiträge der restlichen Gläubiger kostenfrei konsumieren. In dem angeführten Beispiel könnte der Anleihegläubiger mithin einen Euro fordern und erhielte auf diese Forderung statt des Wertes von 30 Cent nunmehr 55 Cent pro Euro Nennwert. Der Wert der Anleihe hätte sich mithin ohne Zutun der Anleihegläubiger nahezu verdoppelt, und die Anleihegläubiger könnten die zusätzlichen 25 Cent als aufwandlosen Erfolg vereinnahmen.

Die übrigen Gläubiger werden sich vor diesem Hintergrund nur dann bereit erklären, Sanierungsbeiträge zu leisten, wenn gesichert ist, dass diese Beiträge nicht von den Anleihegläubigern kostenfrei aufgezehrt werden. Das wiederum kann nur sichergestellt werden, wenn das formale Forderungsrecht der Anleihegläubiger auf die tatsächlichen Gegebenheiten eingestellt wird. Mithin müssen die Anleihebedingungen angepasst werden. Hierbei ist bedeutsam, dass die Anleihebedingungen für alle Anleihegläubiger gleichermaßen angepasst werden müssen, denn andernfalls käme es unter den Anleihegläubigern zu dem beschriebenen *free riding*, bei dem die anpassungsunwilligen Anleihegläubiger die Sanierungsbeträge der anpassenden Anleihegläubiger kostenfrei konsumieren könnten. Die Folge davon wäre, dass kein Anleihegläubiger bereit wäre, seine Anleihebedingungen anzupassen und so auf sein formales Forderungsrecht zu verzichten.

Neben dieses Problem treten weitere Kollektivhandlungsprobleme der Anleihegläubiger, die ohne ein wirksames rechtliches Koordinationsregime eine Anpassung und Änderung der Anleihebedingungen erschweren oder gar ausschließen. Das Ergebnis ist in allen diesen Fällen, dass zunächst die Anpassung der Anleihebedingungen und daraufhin die gesamte Restrukturierung scheitert.<sup>25</sup>

Das individuell rationale Verhalten des einzelnen Anleihegläubigers, der versucht, sich soweit wie möglich von eigenen Kosten freizuhalten, führt zu einem kollektiv irrationalen Verhalten aller Anleihegläubiger, das eine Sanierung der Emittentin blockiert und so deren Insolvenz verursacht. Aus der Insolvenz resultiert jedoch ein niedrigerer Wert der Anleihe pro Euro. Im Ergebnis schädigen die Anleihegläubiger sich durch ihr individuell rationales Verhalten selbst.

Dies lässt sich auch auf die Situation übertragen, dass ein staatlicher Schuldner mehrere koordinierte und unkoordinierte Anleihen emittiert hat. Die beschriebenen Kollektivhandlungsprobleme beständen hier zwar nicht für die einzelne Anleihe mit

---

<sup>25</sup> Vgl. eingehend *Eidenmüller*, Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz, 1999, S. 124 ff., S. 264 ff., S. 478 ff. und S. 555 ff.; *ders.*, ZHR 160 (1996), 343, 347 ff. sowie *Schmidtbleicher* (Fn. 2), S. 42 ff., jeweils m.w.N.

CACs, ergäben sich aber auf der nächsten Ebene. Hier wären die koordinierten Anleihegläubiger nicht willens, ihren Sanierungsbeitrag per Mehrheitsentscheid zu beschließen, denn die unkoordinierten und mithin anpassungsunfähigen (s.o.) Gläubiger von Anleihen ohne CACs würden die Sanierungsbeiträge konsumieren. Auch hier würde das individuell rationale Verhalten der Anleihegläubiger zu einem kollektiv irrationalen und im Ergebnis für alle Anleihegläubiger schädlichen Verhalten führen.<sup>26</sup>

Dieses Problem kann nur eine Lösung bewältigen, die zwischen dem Interesse des einzelnen Anleihegläubigers und den Interessen aller Anleihegläubiger vermittelt. Ein rechtlich verbindlicher Mehrheitsentscheidungsmechanismus ist insoweit als insgesamt effizientester Ansatz anzusehen.<sup>27</sup>

Aus diesen Gründen sind in der Literatur gerade auch für die Fälle, in denen eine deutschem Recht unterstellte Schuldverschreibung nicht unter das (alte) SchVG fiel und die Anleihebedingungen keine CACs enthielten, verschiedene Lösungen entwickelt worden, um insbesondere in der Krise des Emittenten Mehrheitsentscheidungen zu ermöglichen. Wegen der Einzelheiten sei hier auf die ausführlichen Darstellungen in der Literatur hierzu verwiesen. Im Einzelnen sind hier verschiedene Ansätze auszumachen, die unter je verschiedenen Voraussetzungen Mehrheitsentscheidungen der Anleihegläubiger auch außerhalb des SchVG und einschlägiger Bestimmungen in den Anleihebedingungen für möglich halten. So wird angenommen, es bestehe eine schlichte Interessengemeinschaft zwischen den Anleihegläubigern, so dass das Gemeinschaftsrecht des Bürgerlichen Gesetzbuches (§§ 741 ff BGB) anwendbar sein und mithin eine Mehrheitsentscheidung gemäß § 745 BGB in Betracht kommen soll. Daneben findet sich der Ansatz, jedenfalls zwischen den Anleihegläubigern eines sanierungsbedürftigen Unternehmens bestünden Kooperationspflichten, die sich zu Zustimmungspflichten verdichten könnten. Schließlich ist die Ansicht entwickelt worden, bei den Anleihegläubigern handele es sich um eine Gläubigermehrheit, deren Rechtsverhältnisse sich im Außenverhältnis nach § 420 Alt. 2 BGB richteten, und die im Innenverhältnis eine mehrheitsentscheidungsfähige schlichte Rechtsgemeinschaft hinsichtlich der nach § 420 Alt. 2 BGB unteilbaren Rechte bildeten.<sup>28</sup>

Ob diesen Ansätzen für die vom alten SchVG nicht unterfallenden, im Übrigen aber deutschem Sachrecht unterstellten Schuldverschreibungen zu folgen war, kann hier dahinstehen. Jedenfalls kann aber angesichts dieser Debatte nicht davon gesprochen werden, die betreffenden Gläubiger solcher Anleihen hätten ein schützenswertes Vertrauen darauf entwickeln können, auf keinen Fall und unter keinen Umständen einer Mehrheitsentscheidung ausgesetzt zu werden. Das 2009 eingeführte SchVG stellt diese Debatte nun außer Streit und sieht Mehrheitsentscheidungen unter bestimmten Voraussetzungen vor. Die oben beschriebenen Probleme bei der Sanierung eines in eine Krise geratenen Emittenten lassen sich nunmehr mit Hilfe des SchVG rechtssicher beseitigen.

---

<sup>26</sup> Vgl. eingehend *Eidenmüller* (Fn. 25), passim; *ders.*, ZHR 160 (1996), 343, 347 ff., jeweils m.w.N.

<sup>27</sup> Vgl. *Schmidtbleicher* (Fn. 2), S. 65 ff.; S. 73 ff. m.w.N.

<sup>28</sup> Vgl. zur Theorie der schlichten Interessengemeinschaft *Heck*, Die große Haverei, 1889; *Würdinger*, Theorie der schlichten Interessengemeinschaft, 1934; *Wüst*, Die Interessengemeinschaft ein Ordnungsprinzip des Privatrechts, 1958. Zum System der Kooperationspflichten *Eidenmüller* (Fn. 25), S. 551 ff.; *ders.*, ZHR 160 (1996), 343 ff. Zur schuldrechtlichen Theorie der Anleihegläubigermehrheit *Schmidtbleicher*, a.a.O., S. 321 ff.; *Kusserow*, WM 2011, 1645, 1650.

Nach allem ist die oben befürwortete Auslegung des § 24 Abs. 2 SchVG nicht aus Gründen des Schutzes eines berechtigten Vertrauens der Anleihegläubiger zu korrigieren.

### cc) **Kein verkürzter oder veränderter Rechtsschutz**

Die Anwendung des § 24 Abs. 2 SchVG auch auf Altanleihen, die vordem nicht dem SchVG 1899 unterfielen, lässt schließlich auch keine vermeidbaren Rechtsschutzlücken entstehen. Die Rechtsschutzmöglichkeiten der Anleihegläubiger bleiben dieselben, gleich, ob nun die Schuldverschreibungen von vorneherein dem SchVG 1899 unterfielen, ob die Variante der Schuldnerersetzung oder einer Sitzverlegung mit jeweils anschließendem Opt in-Beschluss nach § 24 Abs. 2 SchVG gewählt worden wäre, oder ob schließlich dieser Opt in – nach dem hier befürworteten Verständnis – auch ohne den Schuldnerwechsel oder die Sitzverlegung für möglich gehalten wird. Die Anleihegläubiger können in allen Szenarien ihre Schuldverschreibungen veräußern, gegen den in allen Fällen notwendigen Beschluss nach § 24 Abs. 2 SchVG stimmen, und den in allen Fällen zu fassenden Beschluss nach denselben Vorschriften mit der Anfechtungsklage (§ 20 SchVG) kontrollieren lassen.

Insgesamt zeigt sich damit, dass eine teleologische Reduktion des Wortlauts des § 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG nicht angezeigt und nicht vorzunehmen ist.

## 5. **Unionsrechtskonforme Auslegung**

§ 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG muss auch unionsrechtskonform so ausgelegt werden, dass sein Anwendungsbereich nicht durch Beschränkung auf die in § 24 Abs. 1 SchVG gemeinten Fälle verkürzt wird.<sup>29</sup>

Die unionsrechtliche Kapitalverkehrsfreiheit (Art. 63 Abs. 1 AEUV) verbietet alle Beschränkungen des Kapitalverkehrs zwischen Mitgliedstaaten und zwischen Mitgliedstaaten und dritten Ländern. Mangels einer Definition des Begriffs „Kapitalverkehr“ in Art. 63 Abs. 1 AEUV und vordem im gleichlautenden Art. 56 EGV hat der Europäische Gerichtshof in ständiger Rechtsprechung der Nomenklatur im Anhang I der „Kapitalverkehrsrichtlinie“ (Richtlinie 88/361/EWG) Hinweischarakter zuerkannt.<sup>30</sup>

„Kapitalbewegungen“ im Sinne des Art. 63 Abs. 1 AEUV sind hiernach insbesondere „*der Erwerb von Wertpapieren auf dem Kapitalmarkt allein in der Absicht einer Geldanlage, ohne auf die Verwaltung und Kontrolle des Unternehmens Einfluss nehmen zu wollen (sog. Portfolioinvestitionen).*“

Der Europäische Gerichtshof hat dies in ständiger Rechtsprechung übernommen.<sup>31</sup>

---

<sup>29</sup> Zur primärrechtskonformen Auslegung und ihren Schranken *Leible*, in: Riesenhuber (Hrsg.), Europäische Methodenlehre, 2006, S. 116 ff.

<sup>30</sup> Vgl. nur EuGH, Rs. C-171/08, Slg. 2010, I-0000, Rn. 49 = NZG 2010, 983, 985 m.w.N. und *Bröhmer*, in: Callies/Ruffert (Hrsg.), EUV AEUV, 4. Aufl., 2011, Art. 63 Rn. 12 f.

<sup>31</sup> Vgl. nur EuGH, Rs. C-171/08, Slg. 2010, I-0000, Rn. 49 = NZG 2010, 983, 985 m.w.N.

Erwerb und Veräußerung von „formal ausländischen“ Anleihen unterfallen mithin der grundsätzlich beschränkungslos gewährten Kapitalverkehrsfreiheit. Nationale Maßnahmen hingegen, „die geeignet sind, Gebietsfremde von Investitionen in einem Mitgliedstaat oder die dort Ansässigen von Investitionen in anderen Staaten abzuhalten“, stellen Beschränkungen des Kapitalverkehrs dar.<sup>32</sup>

Mithin beschränken staatliche Maßnahmen, die geeignet sind, Investoren vom Erwerb der Anleihen von Emittenten mit Sitz in einem anderen EU-Mitgliedstaat abzuhalten, die Kapitalverkehrsfreiheit i. S. des Art. 63 Abs. 1 AEUV.

Würde man § 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG entgegen seinem Wortlaut so auslegen, dass der Opt in nur für dem SchVG 1899 unterfallende und daher ausschließlich für Altanleihen deutscher Emittenten möglich wäre, würde das SchVG eine beschränkende Wirkung i. S. d. Art. 63 Abs. 1 AEUV entfalten. Diese beschränkende Wirkung ergibt sich aus dem oben unter b) bb) beschriebenen Vorteil koordinierter Schuldverhältnisse aus Anleihen. Die Probleme unkoordinierter oder nur teilweise koordinierter Anleihegläubiger lassen sich rechtssicher nur bei Anwendbarkeit der Regeln des SchVG beseitigen.

Eine verengende Auslegung des § 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG ließe die Vorzüge des SchVG jedoch nur deutschem Sachrecht unterliegenden Altanleihen zukommen, deren Emittenten ihren Sitz im Inland haben. Das wäre geeignet, Investoren von der Investition in „formal ausländische“ Anleihen abzuhalten. Hierin läge ein Verstoß gegen die Kapitalverkehrsfreiheit des Art. 63 Abs. 1 AEUV.<sup>33</sup>

Diese Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit ließe sich nicht rechtfertigen. Zur Rechtfertigung dienen grundsätzlich die geschriebenen Rechtfertigungsgründe der Artt. 64, 65 und 66 AEUV. Diese Vorschriften erfassen hingegen anders gelagerte Sachverhalte und greifen hier nicht ein. Der Europäische Gerichtshof lässt allerdings in ständiger Rechtsprechung eine weitere Rechtfertigung zu. Beschränkungen der Kapitalverkehrsfreiheit können aus zwingenden Gründen des Allgemeininteresses gerechtfertigt sein, soweit keine gemeinschaftliche Harmonisierungsmaßnahme vorliegt, die bereits zur Gewährleistung des Schutzes dieser Interessen erforderliche Maßnahmen vorsieht, und die Maßnahme nicht diskriminierender Natur ist, und als geeignet und angemessen erscheint.<sup>34</sup>

Auch an diesen Kriterien gemessen wäre eine Rechtfertigung hier ausgeschlossen. Neben der nur schwer zu bejahenden Frage, ob die Reduktion der Opt in-Möglichkeit in § 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG aus zwingenden Gründen des Allgemeinwohls erfolgte, wäre hier der Rückgriff auf diese Rechtfertigung verwehrt, weil sie jedenfalls diskriminieren würde. Sie würde die Anleihen von Emittenten aus verschiedenen EU-Mitgliedstaaten auf Grund ihres Sitzes im In- oder Ausland unterschiedlich behandeln.

Mithin stützt auch die unionsrechtskonforme Auslegung des § 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG nicht nur die hier befürwortete Auslegung, sie gebietet vielmehr, von einer Reduktion

---

<sup>32</sup> Vgl. nur EuGH, Rs. C-171/08, Slg. 2010, I-0000, Rn. 50 = NZG 2010, 983, 985 f. und EuGH, Rs. C-112/05, Slg. 2007, I-8995, Rn. 19 – *VW Gesetz* = NJW 2007, 3481, 3482 jeweils m.w.N.; aus der Lit. *Bröhmer*, in: Callies/Ruffert (Hrsg.), EUV AEUV, 4. Aufl., München 2011, Art. 63 Rn. 12 f. m.w.N.

<sup>33</sup> Vgl. nochmals EuGH, Rs. C-171/08, Slg. 2010, I-0000, Rn. 50 = NZG 2010, 983, 985 f. m.w.N.

<sup>34</sup> Vgl. nur EuGH, Rs. C-367/98, Slg. 2002, I-4731 Rn. 49 = NZG 2002, 632, 634 m.w.N.

des § 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG und einer Beschränkung auf Altanleihen von Emittenten mit Sitz im Inland abzusehen.

## **6. Verfassungskonforme Auslegung des § 24 Abs. 2 SchVG und Vertrauensschutz der Anleihegläubiger**

§ 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG ist auch nicht aus verfassungsrechtlichen Gründen so auszulegen, dass er nur dem SchVG 1899 unterstehende Altanleihen erfasst, denn § 24 Abs. 2 SchVG verstößt insgesamt nicht gegen das Rückwirkungsverbot (hierzu sogleich gesondert unter III.).<sup>35</sup>

Zusammenfassend ist bisher festzuhalten: Die Auslegung des § 24 Abs. 2 Satz 1 SchVG nach Wortlaut, Entstehungsgeschichte, Systematik und Telos der Vorschrift ergibt insgesamt, dass Opt in-Beschlüsse auch für nicht dem SchVG 1899 unterfallende Altanleihen deutschen Rechts gefasst werden können.

## **III. Verfassungsmäßigkeit des § 24 Abs. 2 SchVG**

§ 24 Abs. 2 SchVG verstößt nicht gegen das aus Art. 20 Abs. 3 GG abzuleitende rechtsstaatliche Rückwirkungsverbot.

### **1. Qualifikation des § 24 Abs. 2 SchVG als Fall einer gesetzlichen Rückwirkung?**

Zunächst könnte bereits in Frage gestellt werden, dass § 24 Abs. 2 SchVG überhaupt eine „Rückwirkung“ im technischen Sinne entfaltet. Anders als in den üblichen Fällen einer Rückwirkung gesetzlicher Normen legt sich hier die Vorschrift selbst keine die Rechtsposition eines Betroffenen unmittelbar belastende Wirkung bei. § 24 Abs. 2 SchVG schränkt nicht bereits selbst die Rechte der von einer Mehrheitsentscheidung betroffenen Teilschuldverschreibungsgläubiger ein, sondern eröffnet nur den Beteiligten eines Schuldverhältnisses, für die Zukunft Modalitäten festzulegen, unter denen das Schuldverhältnis wiederum für die Zukunft verändert werden kann.

Sieht man davon einmal ab, dann ist, was die Rückwirkung betrifft, zwischen den dem SchVG 1899 unterfallenden und den sonstigen Altanleihen, die zwar deutschem Sachrecht unterstellt sind, aber nicht vom SchVG 1899 erfasst werden, zu differenzieren.

Was die Anleihegläubiger anlangt, deren Schuldverschreibungen dem SchVG 1899 unterfielen, kommt als eine „Rückwirkung“ begründender Umstand in Betracht, dass das SchVG tiefere Eingriffe in die Rechte des einzelnen Gläubigers zulässt, als es das SchVG 1899 erlaubte.

---

<sup>35</sup> Grundlegend zur Notwendigkeit einer verfassungskonformen Auslegung bei anderweitiger Verfassungswidrigkeit der Norm und den Schranken verfassungskonformer Auslegung BVerfGE 2, 266, 282; *Larenz*, Methoden der Rechtswissenschaft, 5. Aufl., 1983, S. 325 ff. und *ders./Wolf*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 9. Aufl., 2004, S. 87 f., jeweils m.w.N.

Für die Altgläubiger, deren Schuldverschreibungen dem SchVG 1899 bislang nicht unterfielen, stellt sich als Rückwirkung dar, dass eine Anpassung der Anleihebedingungen nicht mehr der individuellen Zustimmung bedarf, sondern dass sie mehrheitlich bestimmt werden kann und vermöge dessen künftig mehrheitlich in bestehende Rechtspositionen des Einzelnen eingegriffen werden könnte. Raum für eine Rückwirkung bleibt hier allerdings nur, soweit davon ausgegangen wird, dass es außerhalb des Anwendungsbereichs des SchVG keinen Mehrheitsentscheid der Anleihegläubiger deutschem Sachrecht unterliegender Anleihen geben kann, und dass es keine anderen Mechanismen gibt, vermöge derer in die Rechtspositionen der Anleihegläubiger eingegriffen werden könnte. Das war, wie bereits oben hervorgehoben, jedenfalls zur Zeit der Geltung des alten SchVG zweifelhaft und umstritten.<sup>36</sup>

## 2. Gesetzliche Rückwirkung

### a) Allgemeines

Geht man davon aus, dass § 24 Abs. 2 SchVG eine Rückwirkung vorsieht, ist weiter zu differenzieren. Das aus dem Rechtsstaatsprinzip (Art. 20 Abs. 3 GG) abgeleitete Rückwirkungsverbot gilt nach ständiger Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts in zwei Ausprägungen mit je verschiedenen Anforderungen.

Bei der grundsätzlich verbotenen echten Rückwirkung handelt es sich um das „Rückbewirken“ von Rechtsfolgen. Eine echte Rückwirkung ist immer dann anzunehmen, wenn Rechtsfolgen an in der Vergangenheit liegende, bereits abgeschlossene Tatbestände anknüpfen und für diese andere als die seinerzeit vorgesehenen Rechtsfolgen rückbewirken. Selbst diese echte Rückwirkung ist jedoch, nach ebenfalls ständiger Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts, ausnahmsweise zulässig, wenn die Betroffenen kein schutzwürdiges Vertrauen auf den Fortbestand der früheren Rechtslage ausbilden konnten. Das ist insbesondere dann der Fall, wenn die Rechtslage zu diesem Zeitpunkt unklar oder Gesetzesänderungen bereits absehbar waren.<sup>37</sup>

Das Gegenstück ist die grundsätzlich erlaubte unechte Rückwirkung. Bei der unechten Rückwirkung handelt es sich um die tatbestandliche Rückanknüpfung an in der Vergangenheit liegende, jedoch noch nicht abgeschlossene Tatbestände. Sie ist nur ausnahmsweise dann unzulässig, wenn die Betroffenen auf den Fortbestand der Rechtslage objektiv schutzwürdiges Vertrauen ausbilden konnten.<sup>38</sup>

### b) Keine echte Rückwirkung

§ 24 Abs. 2 SchVG stellt keinen Fall einer echten Rückwirkung dar. Die Norm ordnet kein „Rückbewirken“ von Rechtsfolgen für einen bereits abgeschlossenen Sachverhalt

---

<sup>36</sup> Vgl. nochmals zur Theorie der schlichten Interessengemeinschaft *Würdinger* und *Wüst* (Fn. 28). Zur Annahme von Kooperationspflichten der Gläubiger und deren Folgen *Eidenmüller*, (Fn. 25), S. 551 ff.; *ders.* ZHR 160 (1996), 343 ff. Zur schuldrechtlichen Theorie der Anleihegläubigermehrheit *Schmidbleicher* (Fn. 2), S. 321 ff.; *Kusserow*, WM 2011, 1645, 1650.

<sup>37</sup> Vgl. etwa BVerfGE 101, 239, 263 f. m.w.N.

<sup>38</sup> Vgl. nur BVerfGE 95, 64, 86 m.w.N.



an. Bei den sich aus einer noch laufenden Anleihe ergebenden Rechtsverhältnissen handelt es sich nicht um bereits in der Vergangenheit abgeschlossene Tatbestände. Diese Rechtsverhältnisse wurden in der Vergangenheit begründet, dauern aber derzeit noch an. Andernfalls wäre eine Änderung dieser Verhältnisse für die Zukunft, wie § 24 Abs. 2 SchVG sie ermöglichen soll, nicht denkbar. Auch nach einem Opt in ist kein Rückbewirken von Rechtsfolgen möglich, denn § 24 Abs. 2 SchVG lässt Beschlüsse nur für die Zukunft zu.

**c) § 24 Abs. 2 SchVG als Fall einer unechten Rückwirkung**

§ 24 Abs. 2 SchVG ist daher allenfalls als Fall einer unechten Rückwirkung zu einzuordnen. § 24 Abs. 2 SchVG knüpft tatbestandlich an die bereits begebenen Anleihen an, deren Laufzeitende noch nicht erreicht ist, und lässt Rechtsänderungen mit Wirkung für die Zukunft zu. § 24 Abs. 2 SchVG ermöglicht hierbei, dass die aus den Schuldverschreibungen resultierenden Rechte der Anleihegläubiger für die Zukunft durch einen Mehrheitsbeschluss neu gestaltet werden.

**d) Kein schutzwürdiges Vertrauen in den Bestand der alten Rechtslage**

Ein schutzwürdiges Vertrauen in den Bestand der alten Rechtslage kann hier jedoch aus mehreren Gründen nicht eingewandt werden. Bei Anleihen handelt es sich um langlaufende Schuldverhältnisse. Bei einem auf lange Frist angelegten Schuldverhältnis kann ein Vertrauen in den Fortbestand der hierfür einschlägigen gesetzlichen Normen von vorneherein nur eingeschränkt begründet sein. Ein solches Vertrauen wäre, als „berechtigtes“ Vertrauen, nur dann anzunehmen, wenn es dem Gesetzgeber verwehrt wäre, auf langlaufende Schuldverhältnisse nach deren Begründung überhaupt noch ändernd, im Sinne einer Verbesserung der Rechtslage zugunsten der einen und einer damit einhergehenden Verschlechterung der Rechtslage der anderen Seite, einzuwirken. Das würde bedeuten, dass auch im Falle von Reformgesetzen, die ganze Rechtsbereiche neu und zeitgemäß regeln sollen, für lange Zeit zwei Rechtsordnungen nebeneinander bestehen und gleiche Sachverhalte, je nach dem Zeitpunkt ihres Entstehens, rechtlich unterschiedlich beurteilt werden müssten. Eine solche weitreichende Beschränkung des gesetzgeberischen Handlungs- und Gestaltungsspielraums lehnt das Bundesverfassungsgericht jedoch in ständiger Rechtsprechung ab. So ist etwa für die Anwendbarkeit des reformierten Urheberrechts, des reformierten Patentrechts sowie des reformierten Scheidungsrechts jeweils mit gleicher Begründung eine unzulässige Rückwirkung verneint worden. Das Bundesverfassungsgericht hat jeweils hervorgehoben, dass es kein schützenswertes Vertrauen auf die „Koexistenz“ einer überkommenen und einer reformierten Rechtsordnung für gleiche Sachverhalte geben könne.<sup>39</sup>

Diese Sicht des Bundesverfassungsgerichts spiegelt sich in der Gesetzgebungspraxis, so z. B. in der Behandlung zivilrechtlicher Dauerschuldverhältnisse bei deren Umstellung vom alten auf das neue Schuldrecht, wieder. Nach Art. 229 § 5 Satz 2 EGBGB wurden alle bereits vor der Schuldrechtsmodernisierung bestehenden Dauerschuldverhältnisse mit Wirkung zum 1. Januar 2003 auf die neuen Regeln des Bürgerlichen Gesetzbuches

---

<sup>39</sup> Vgl. BVerfGE 31, 275, 289 ff.; BVerfGE 36, 281, 292 ff.; BVerfGE 53, 224, 253 ff.; BVerfGE 53, 257, 308 ff.; BVerfGE 57, 361, 391 ff.; aus der Lit. dazu *Maurer*, in: Isensee/Kirchhof (Hrsg.) Handbuch des Staatsrechts, Bd. IV, 3. Aufl., 2006, § 79 Rn. 73 m.w.N.

umgestellt, soweit die Parteien nicht bereits zuvor individualvertraglich Vorsorge getroffen hatten. Der Gesetzgeber räumte den Parteien der Dauerschuldverhältnisse eine Frist von einem Jahr ein, um den Parteien eine Anpassung an das neue Recht zu ermöglichen. In der Amtlichen Begründung (BT-Drucks. 14/6040 S. 273) heißt es hierzu:

*„Dies [scil. der Übergang zum neuen Recht bei alten Dauerschuldverhältnissen] ist sachlich gerechtfertigt, weil die neuen Vorschriften das bisherige Recht ohne Wertungsbrüche fortentwickeln. Außerdem soll vermieden werden, dass auf Jahre hinaus doppeltes Recht gilt.“*

Die Umstellung wird für verfassungsrechtlich unbedenklich gehalten.<sup>40</sup>

Als weiteres Beispiel mag die Umstellung der Verjährungsvorschriften auch für bereits bestehende (Dauer-)Schuldverhältnisse durch das Schuldrechtsmodernisierungsgesetz (2001) und das ergänzende Gesetz zur Anpassung einzelner Verjährungsvorschriften (2004) angeführt werden. Bei der Änderung von Verjährungsvorschriften zeigt sich besonders deutlich, dass z. B. eine Verkürzung der bisherigen Verjährungsfrist sich zugunsten der einen Seite (des Schuldners) auswirkt, damit zugleich aber notwendig eine Beschneidung oder Verkürzung der Rechtsstellung der anderen Seite (des Gläubigers) verbunden ist. Insbesondere bei lang andauernden, auf eine lange Frist angelegten Dauerschuldverhältnissen kann sich demnach kein berechtigtes Vertrauen darauf ausbilden, dass der das Schuldverhältnis prägende rechtliche Rahmen bis zum Ablauf des Schuldverhältnisses unverändert fortbesteht.

Schließlich kann hier auch die Einführung des Squeeze out im Aktienrecht durch Art. 7 des „Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen“ vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I, S. 3822 ff.) angeführt werden. Die §§ 327a ff AktG ermöglichen dem Hauptaktionär, die Minderheitsaktionäre aus der Aktiengesellschaft auszuschließen. Das Gesetz wurde am 22. Dezember 2001 im Bundesgesetzblatt veröffentlicht und ist am 1. Januar 2002 in Kraft getreten. Von den Vorschriften der §§ 327a ff. AktG sind auch Minderheitsaktionäre betroffen, die ihre Mitgliedschaftsrechte vor dem 1. Januar 2002 und damit zu einem Zeitpunkt erworben hatten, als dem Hauptaktionär die Möglichkeit eines Ausschlusses nach §§ 327a ff. AktG noch nicht zu Gebote stand. Das Bundesverfassungsgericht hat die Vorschriften der §§ 327a ff. AktG in seiner Entscheidung vom 20. Mai 2007 auch unter dem Gesichtspunkt des Rechtsstaatsgebots aus Art. 20 Abs. 3 GG für verfassungsgemäß gehalten.<sup>41</sup>

Diese Beispiele belegen, dass der Gesetzgeber grundsätzlich berechtigt ist, im Rahmen des ihm eingeräumten Beurteilungs- und Gestaltungsspielraums auch die für bereits bestehende Schuldverhältnisse geltenden Regeln abzuändern. Vorausgesetzt wird nur, wie oben bereits hervorgehoben, dass die Änderung und der damit für die eine oder andere Seite verbundene Eingriff einem berechtigten Ziel dient; dass die ergriffenen Maßnahmen geeignet und erforderlich sind, das angestrebte Ziel zu erreichen; dass sie insbesondere den Betroffenen nicht übermäßig belasten und für ihn deswegen unzumutbar sind. Nur darauf, dass diese Beurteilungs- und Gestaltungsschranken beachtet werden, kann der Rechtsunterworfenen berechtigt vertrauen.

---

<sup>40</sup> Vgl. nur *Heinrichs*, in: Palandt, BGB, 71. Aufl., 2012, EGBGB 229 § 5 Rn. 7. m. w. N.

<sup>41</sup> Vgl. BVerfG NJW 2007, 3268 ff.

Bei der Frage nach der übermäßigen Belastung darf nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts darauf abgestellt werden, ob sich gesetzliche Änderungen bereits abzeichneten. Die Vorlage eines ministeriellen Referentenentwurfs<sup>42</sup> besagt aber nicht, dass sich eine gesetzliche Regelung eines bestimmten Bereichs bereits in einer Weise abzeichnet, dass von den Rechtsunterworfenen erwartet werden kann, sich hierauf konkret einzustellen. Erst wenn ein mit Gesetzesinitiativrecht ausgestattetes Verfassungsorgan einen Gesetzentwurf vorlegt, also z. B. die Bundesregierung einen Regierungsentwurf beschließt, muss der Bürger damit rechnen, dass sich die beschlossenen oder entsprechende gesetzliche Änderungen demnächst ergeben werden.<sup>43</sup> Ferner ist von Bedeutung, ob die Parteien, z. B. während einer vom Gesetzgeber eingeräumten Übergangsfrist, die Möglichkeit hatten, sich der geänderten Rechtslage durch abweichende Regelungen oder in anderer Weise anzupassen.<sup>44</sup>

Den von der Neuregelung des SchVG – im Fall eines von § 24 Abs. 2 SchVG vorgesehenen Opt in – betroffenen Gläubigern von Altanleihen ist ein hinreichender zeitlicher Spielraum eingeräumt worden, sich auf die geänderte Rechtslage einzustellen. § 24 Abs. 2 SchVG sieht zwar, anders als z. B. Art. 229 § 5 Satz 2 EGBGB, keine Übergangsfrist vor. Das war auch nicht erforderlich, weil die Geltung des neuen SchVG für Altanleihen dort nicht ipso iure angeordnet ist, sondern nur dann eintritt, wenn die Gläubigerversammlung einen entsprechenden Beschluss fasst, was auch ausbleiben oder irgendwann, bis zum Auslaufen der Anleihe, nachgeholt werden kann. Bis zu einem solchen Opt in-Beschluss kann jeder potentiell hiervon betroffene Anleihegläubiger seine Teilschuldverschreibungen veräußern, wenn er vermeiden will, dass die Bedingungen der von ihm erworbenen Anleihe sich in einer nicht von ihm gewünschten Weise verändern.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass gegen die Übergangsbestimmung des § 24 Abs. 2 SchVG durchgreifende verfassungsrechtliche Bedenken nicht erhoben werden können.

---

<sup>42</sup> Zu den Diskussions- und Referentenentwürfen des SchVG oben II. 2. b), c).

<sup>43</sup> Vgl. BVerfG NJW 1992, 2877, 2878; BVerfG DStR 1993, 356 und BFH NJW 2003, 382, 384.

<sup>44</sup> Eingehende Darstellung etwa bei *Sachs*, in: *Sachs* (Hrsg.), *Grundgesetz, Kommentar*, 6. Aufl., 2011, Art. 20 Rn. 136 ff. mit Aufbereitung der verfassungsgerichtlichen Rspr.

## IV. Ergebnisse

1. Das seit 2009 geltende SchVG ist auf deutschem Recht unterstellte Anleihen, die vor dem 5. 8. 2009 ausgegeben wurden, grundsätzlich nicht anzuwenden. Gleichgültig ist insoweit, ob es sich um Altanleihen privater oder staatlicher Schuldner handelt, und ob die Altanleihen dem alten SchVG (von 1899) unterfielen oder z. B. deshalb nicht von diesem Gesetz erfasst waren, weil der Emittent seinen Sitz im Ausland hatte.

2. Auf vor dem 5. 8. 2009 begebene Anleihen, die dem SchVG 1899 unterfielen, ist weiterhin dieses – an sich aufgehobene – Gesetz anzuwenden (§ 24 Abs. 1 Satz 2 SchVG). Die Gläubiger dieser nach wie vor vom SchVG 1899 erfassten Anleihen können aber für die Geltung des neuen SchVG votieren (§ 24 Abs. 1 Satz 2, letzter Halbs. i. V. mit Abs. 2 SchVG). Unterbleibt ein solcher Opt in, bleibt es bei der Geltung des alten SchVG 1899. Diese beschränkte Fortgeltung des alten Rechts wird durch § 24 Abs. 1 Satz 2 SchVG aber nicht etwa auf sonstige, bisher nicht dem SchVG 1899 unterfallende Altanleihen erstreckt, wie die Formulierung „weiter anzuwenden“ ausdrücklich klarstellt.

3. Die Möglichkeit, eine vor dem 5. 8. 2009 begebene Anleihe den Vorschriften des neuen SchVG zu unterstellen, besteht nicht lediglich für die dem SchVG 1899 unterfallenden Anleihen, sondern für sämtliche Altanleihen, soweit diese unter den in § 1 Abs. 1 SchVG definierten Begriff „Schuldverschreibung“ zu fassen sind, und soweit nicht die Geltung des § 24 Abs. 2 SchVG durch § 1 Abs. 2 SchVG (für Pfandbriefe und für Schuldverschreibungen des Bundes, der Länder und Kommunen) ausgeschlossen ist.

4. Dieses Auslegungsergebnis (unter 3.) ergibt sich aus dem Wortlaut des § 24 Abs. 2 SchVG, der Entstehungsgeschichte der Norm, ihrer systematischen Stellung und ihrem Zweck. Eine Beschränkung eines Opt in auf solche Altanleihen, die dem SchVG 1899 unterfallen, würde der Übergangsbestimmung praktisch weitgehend ihren Anwendungsbereich nehmen. Das hätte nachteilige Folgen auch für die Begebung und Umstrukturierung von Neuemissionen. Eine restriktive Anwendung nur auf Altanleihen von Emittenten mit Sitz im Inland stieße auch auf europarechtliche Bedenken.

5. Die Übergangsbestimmung des § 24 Abs. 2 SchVG und ihre Anwendung auch auf „formal ausländische“ Anleihen, d. h. von Emittenten mit Sitz im Ausland begebene, deutschem Sachrecht unterstellte, aber nicht vom SchVG 1899 erfasste Anleihen, verstößt nicht gegen das verfassungsrechtliche Rückwirkungsverbot und das dadurch in eingeschränktem Maß schützenswerte und geschützte Vertrauen der Teilschuldverschreibungsgläubiger auf den Fortbestand der vor dem neuen SchVG bestehenden Rechtslage.

WORKING PAPERS

- 1      Andreas Cahn                      Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und  
Rechtsschutz Betroffener  
(publ. in: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
- 2      Axel Nawrath                      Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele  
und Aufgaben der Politik, insbesondere des  
Bundesministeriums der Finanzen
- 3      Michael Senger                    Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12  
Abs. 1 KWG  
(publ. in: WM 2003, 1697-1705)
- 4      Georg Dreyling                    Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung  
des Finanzplatzes Deutschland
- 5      Matthias Berger                    Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt  
Börsen- und Wertpapierrecht
- 6      Felicitas Linden                    Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie-  
Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
- 7      Michael Findeisen                Nationale und internationale Maßnahmen gegen die  
Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein  
Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der  
Finanzmärkte
- 8      Regina Nößner                    Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung  
zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich  
relevantem Verhalten
- 9      Franklin R. Edwards              The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and  
Investor Protection  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 30 ff.)
- 10     Ashley Kovas                      Should Hedge Fund Products be marketed to Retail  
Investors? A balancing Act for Regulators  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 91 ff.)
- 11     Marcia L. MacHarg                Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a  
New Direction?  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 55 ff.)

- 12 Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 135 ff.)
- 13 Jörg Vollbrecht Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei  
der Umsetzung der OGAW – Richtlinien
- 14 Jens Conert Basel II – Die Überarbeitung der  
Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus  
von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik
- 15 Bob Wessels Germany and Spain lead Changes towards International  
Insolvencies in Europe
- 16 Theodor Baums /  
Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate  
Governance in the United States and in Germany  
(publ. in: AmJCompL LIII (2005), Nr. 4, 31 ff.; abridged  
version in: Journal of Applied Corporate Finance Vol. 17  
(2005), Nr. 4, 44 ff.)
- 17 Bob Wessels International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in  
Europe, in particular against (groups of) Companies
- 18 Michael Gruson Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften  
an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sogenannte  
Globale Aktie  
(publ. in: Die AG 2004, 358 ff.)
- 19 Michael Gruson Consolidated and Supplementary Supervision of Financial  
Groups in the European Union  
(publ. in: Der Konzern 2004, 65 ff. u. 249 ff.)
- 20 Andreas Cahn Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter  
und seine Folgen  
(publ. in: Der Konzern 2004, 235 ff.)
- 21 David C. Donald The Nomination of Directors under U.S. and German Law
- 22 Melvin Aron Eisenberg The Duty of Care in American Corporate Law  
(deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, 386 ff.)

- 23 Jürgen Than Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.)
- 24 Philipp von Randow Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 25 ff.)
- 25 Hannes Schneider Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69 ff.)
- 26 Hans-Gert Vogel Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 94 ff.)
- 27 Georg Maier-Reimer Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 129 ff.)
- 28 Christoph Keller Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 157 ff.)
- 29 René Bösch Die Emission von Schuldverschreibungen nach schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 189 ff.)
- 30 Lachlan Burn Bond Issues under U.K. law: How the proposed German Legislation compares  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 219 ff.)
- 31 Patrick S. Kenadjian Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations for the German Law Maker from a U.S. Perspective  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 245 ff.)

- 32 Andreas Cahn Bankgeheimnis und Forderungsverwertung  
(publ. in: WM 2004, 2041 ff.)
- 33 Michael Senger Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern  
(publ. in: Der Konzern 2005, S. 201 ff.)
- 34 Andreas Cahn Das neue Insiderrecht  
(publ. in: Der Konzern 2005, 5 ff.)
- 35 Helmut Siekmann Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem  
geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für  
Europa
- 36 Michael Senger Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz
- 37 Andreas Cahn Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz  
(publ. in: Die AG 2005, S. 217 ff.)
- 38 Helmut Siekmann Die Verwendung des Gewinns der Europäischen  
Zentralbank und der Bundesbank
- 39 Guido Ferrarini Contract Standards and the Markets in Financial Instruments  
Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy  
Regulatory Architecture  
(publ. in: European Contract Law Review 2005, p. 19)
- 40 David C. Donald Shareholder Voice and Its Opponents  
(publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5,  
Issue 2, 2005)
- 41 John Armour Who should make Corporate Law? EC Legislation versus  
Regulatory Competition  
(publ. in: 58 Current Legal Problems [2005], p. 369 ff.)
- 42 David C. Donald The Laws Governing Corporations formed under the  
Delaware and the German Corporate Statutes
- 43 Garry J. Schinasi/  
Pedro Gustavo Teixeira The Lender of the Last Resort in the European Single  
Financial Market  
(publ. in: Cross Border Banking: Regulatory Challenges,  
Gerard Caprio Jr., Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman  
eds., 2006)
- 44 Ashley Kovas UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing  
Product Diversity



- 45 Rick Verhagen A New Conflict Rule for Securitization and other Cross-Border Assignments – A potential threat from Europe (publ. in: Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly 2006, p. 270)
- 46 Jochem Reichert/  
Michael Senger Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der allgemeinen Feststellungsklage (publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
- 47 Guido A. Ferrarini One Share – One Vote: A European Rule? (publ. in: European Company and Financial Law Review 2006, p. 147)
- 48 Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum (publ. in: Bayer/Habersack (eds.), Aktienrecht im Wandel der Zeit, Vol. 2, 2007, 952 ff.)
- 49 Ulrich Segna Anspruch auf Einrichtung eines Girokontos aufgrund der ZKA-Empfehlung „Girokonto für jedermann“? (publ. in: BKR 2006, S. 274 ff.)
- 50 Andreas Cahn Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen (publ. in: Bayer/Habersack [Hrsg.] Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, S. 763 ff.)
- 51 Hannes Klühs/  
Roland Schmidtbleicher Beteiligungstransparenz im Aktienregister von REIT-Gesellschaften (publ. in: ZIP 2006, S. 1805 ff.)
- 52 Theodor Baums Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht (publ. in: Festschrift für Canaris, Bd. II, 2007, S. 3 ff.)
- 53 Stefan Simon/  
Daniel Rubner Die Umsetzung der Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen ins deutsche Recht (publ. in: Der Konzern 2006, S. 835 ff.)
- 54 Jochem Reichert Die SE als Gestaltungsinstrument für grenzüberschreitende Umstrukturierungen (publ. in: Der Konzern 2006, S. 821 ff.)
- 55 Peter Kindler Der Wegzug von Gesellschaften in Europa (publ. in: Der Konzern 2006, S. 811 ff.)

- 56 Christian E. Decher Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits von SE und Verschmelzungsrichtlinie  
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 805 ff.)
- 57 Theodor Baums Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht  
(publ. in: Die AG 2007, S. 57 ff.)
- 58 Theodor Baums European Company Law beyond the 2003 Action Plan  
(publ. in: European Business Organization Law Review Vol. 8, 2007, 143 ff.)
- 59 Andreas Cahn/  
Jürgen Götz Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung  
(publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)
- 60 Roland Schmidtbleicher/  
Anh-Duc Cordalis „Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation?  
(publ. in: ZBB 2007, 124-129)
- 61 Andreas Cahn Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien  
(publ. in: Der Konzern 2007, S. 385)
- 62 Theodor Baums Rechtsfragen der Innenfinanzierung im Aktienrecht
- 63 Theodor Baums The Law of Corporate Finance in Europe – An Essay  
(publ. in: Krüger Andersen/Engsig Soerensen [Hrsg.], Company Law and Finance 2008, S. 31 ff.)
- 64 Oliver Stettes Unternehmensmitbestimmung in Deutschland – Vorteil oder Ballast im Standortwettbewerb?  
(publ. in: Die AG 2007, S. 611 ff.)
- 65 Theodor Baums/  
Astrid Keinath/  
Daniel Gajek Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse? Eine empirische Studie  
(publ. in: ZIP 2007, S. 1629 ff.)
- 66 Stefan Brass/  
Thomas Tiedemann Die zentrale Gegenpartei beim unzulässigen Erwerb eigener Aktien  
(publ. in: ZBB 2007, S. 257 ff.)
- 67 Theodor Baums Zur Deregulierung des Depotstimmrechts  
(publ. in: ZHR 2007 [171], S. 599 ff.)
- 68 David C. Donald The Rise and Effects of the Indirect Holding System: How Corporate America ceded its Shareholders to Intermediaries

- 69 Andreas Cahn Das Wettbewerbsverbot des Vorstands in der AG & Co. KG  
(publ. in: Der Konzern 2007, S. 716 ff.)
- 70 Theodor Baums/  
Florian Drinhausen Weitere Reform des Rechts der Anfechtung von  
Hauptversammlungsbeschlüssen  
(publ. in: ZIP 2008, S. 145 ff.)
- 71 David C. Donald Die Übertragung von Kapitalmarktpapieren nach dem US-  
Amerikanischen *Uniform Commercial Code* (UCC)
- 72 Tim Florstedt Zum Ordnungswert des § 136 InsO  
(publ. in: ZInsO 2007, S. 914 ff.)
- 73 Melanie Döge/  
Stefan Jobst Abmahnung von GmbH-Geschäftsführern in befristeten  
Anstellungsverhältnissen  
(publ. in: GmbHR 2008, S. 527 ff.)
- 74 Roland Schmidbleicher Das „neue“ acting in concert – ein Fall für den EuGH?  
(publ. in: Die AG 2008, S. 73 ff.)
- 75 Theodor Baums Europäische Modellgesetze im Gesellschaftsrecht  
(publ. in: Kley/Leven/Rudolph/Schneider [Hrsg.], *Aktie und  
Kapitalmarkt. Anlegerschutz, Unternehmensfinanzierung  
und Finanzplatz*, 2008, S. 525 ff.)
- 76 Andreas Cahn/  
Nicolas Ostler Eigene Aktien und Wertpapierleihe  
(publ. in: Die AG 2008, S. 221 ff.)
- 77 David C. Donald Approaching Comparative Company Law
- 78 Theodor Baums/  
Paul Krüger Andersen The European Model Company Law Act Project  
(publ. in: Tison/de Wulf/van der Elst/Steennot [eds.],  
*Perspectives in Company Law and Financial Regulation.  
Essays in Honour of Eddy Wymeersch*, 2009, S. 5 ff.)
- 79 Theodor Baums « Lois modèles » européennes en droit des sociétés  
(publ. in: *Revue des Sociétés* 2008, S. 81 ff.)
- 80 Ulrich Segna Irrungen und Wirrungen im Umgang mit den §§ 21 ff.  
WpHG und § 244 AktG  
(publ. in: Die AG 2008, S. 311 ff.)

- 81 Börsenkooperationen im Labyrinth des Börsenrechts
- Reto Francioni Börsen im internationalen Wettbewerb: Konsolidierung als Teilaspekt einer globalen Wachstumsstrategie
- Roger Müller Kooperationen und Zusammenschlüsse von Börsen als Bewährungsprobe für das Börsenrecht
- Horst Hammen Verschmelzung von Börsen?
- 82 Günther M. Bredow/  
Hans-Gert Vogel Kreditverkäufe in der Praxis – Missbrauchsfälle und aktuelle Reformansätze  
(publ. in: BKR 2008, 271 ff.)
- 83 Theodor Baums Zur AGB-Kontrolle durch die BaFin am Beispiel des Bausparrechts  
(publ. in: Entwicklungslinien im Bank- und Kapitalmarktrecht. Festschrift für Nobbe, 2009, S. 815 ff.)
- 84 José Engrácia Antunes The Law of Corporate Groups in Portugal
- 85 Maike Sauter Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)  
(publ. in: ZIP 2008, 1706 ff.)
- 86 James D. Cox,  
Randall S. Thomas,  
Lynn Bai There are Plaintiffs and... There are Plaintiffs :  
An Empirical Analysis of Securities Class Action Settlements
- 87 Michael Bradley,  
James D. Cox,  
Mitu Gulati The Market Reaction to Legal Shocks and their Antidotes :  
Lessons from the Sovereign Debt Market
- 88 Theodor Baums Zur monistischen Verfassung der deutschen Aktiengesellschaft. Überlegungen de lege ferenda  
(publ. in: Gedächtnisschrift für Gruson, 2009, S. 1 ff.)
- 89 Theodor Baums Rücklagenbildung und Gewinnausschüttung im Aktienrecht  
(publ. in: Festschrift für K. Schmidt, 2008, S. 57 ff.)
- 90 Theodor Baums Die gerichtliche Kontrolle von Beschlüssen der Gläubigerversammlung nach dem Referentenentwurf eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes  
(publ. in: ZBB 2009, S. 1 ff.)
- 91 Tim Florstedt Wege zu einer Neuordnung des aktienrechtlichen Fristensystems  
(publ. in: Der Konzern 2008, 504 ff.)

- 92 Lado Chanturia Aktuelle Entwicklungen im Gesellschaftsrecht der GUS
- 93 Julia Redenius-Hövermann Zur Offenlegung von Abfindungszahlungen und Pensionszusagen an ein ausgeschiedenes Vorstandsmitglied (publ. in: ZIP 2008, S. 2395 ff.)
- 94 Ulrich Seibert,  
Tim Florstedt Der Regierungsentwurf des ARUG – Inhalt und wesentlich Änderungen gegenüber dem Referentenentwurf (publ. in: ZIP 2008, 2145 ff.)
- 95 Andreas Cahn Das Zahlungsverbot nach § 92 Abs. 2 Satz 3 AktG – aktien- und konzernrechtliche Aspekte des neuen Liquiditätsschutzes (publ. in: Der Konzern 2009, S. 7 ff.)
- 96 Thomas Huertas Containment and Cure: Some Perspectives on the Current Crisis
- 97 Theodor Baums,  
Maike Sauter Anschleichen an Übernahmeziele mittels Cash Settled Equity Derivaten – ein Regelungsvorschlag (publ. in: ZHR 173 (2009), 454 ff.)
- 98 Andreas Cahn Kredite an Gesellschafter – zugleich eine Anmerkung zur MPS-Entscheidung des BGH (publ. in: Der Konzern 2009, S. 67 ff.)
- 99 Melanie Döge,  
Stefan Jobst Aktienrecht zwischen börsen- und kapitalmarktorientiertem Ansatz (publ. in: BKR 2010, S. 136 ff.)
- 100 Theodor Baums Der Eintragungsstopp bei Namensaktien (publ. in: Festschrift für Hüffer, 2010, S. 15 ff.)
- 101 Nicole Campbell,  
Henny Mächler Die Haftung der Verwaltungsgesellschaft einer fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaft
- 102 Brad Gans Regulatory Implications of the Global Financial Crisis
- 103 Arbeitskreis  
„Unternehmerische  
Mitbestimmung“ Entwurf einer Regelung zur Mitbestimmungsvereinbarung sowie zur Größe des mitbestimmten Aufsichtsrats (publ. in: ZIP 2009, S. 885 ff.)
- 104 Theodor Baums Rechtsfragen der Bewertung bei Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften (publ. in: Gedächtnisschrift für Schindhelm, 2009, S. 63 ff.)

- 105 Tim Florstedt Die Reform des Beschlussmängelrechts durch das ARUG  
(publ. in: AG 2009, S. 465 ff.)
- 106 Melanie Döge Fonds und Anstalt nach dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz  
(publ. in: ZBB 2009, S. 419 ff.)
- 107 Matthias Döll „Say on Pay: Ein Blick ins Ausland und auf die neue Deutsche Regelung“
- 108 Kenneth E. Scott Lessons from the Crisis
- 109 Guido Ferrarini Understanding Director’s Pay in Europe:  
Niamh Moloney A Comparative and Empirical Analysis  
Maria Cristina Ungureanu
- 110 Fabio Recine The new financial stability architecture in the EU  
Pedro Gustavo Teixeira
- 111 Theodor Baums Die Unabhängigkeit des Vergütungsberaters  
(publ. in: AG 2010, S. 53 ff.)
- 112 Julia Redenius-Hövermann Zur Frauenquote im Aufsichtsrat  
(publ. in: ZIP 2010, S. 660 ff.)
- 113 Theodor Baums The electronic exchange of information and respect for  
Thierry Bonneau private life, banking secrecy and the free internal market  
André Prüm (publ. in: Rev. Trimestrielle de Droit Financier 2010, N° 2,  
S. 81 ff)
- 114 Tim Florstedt Fristen und Termine im Recht der Hauptversammlung  
(publ. in: Z IP 2010, S. 761 ff.)
- 115 Tim Florstedt Zur organhaftungsrechtlichen Aufarbeitung der  
Finanzmarktkrise  
(publ. in: AG 2010, S. 315 ff.)
- 116 Philipp Paech Systemic risk, regulatory powers and insolvency law – The  
need for an international instrument on the private law  
framework for netting
- 117 Andreas Cahn Forderungen gegen die Gesellschaft als Sacheinlage? – Zum  
Stefan Simon Erfordernis der Forderungsbewertung beim Debt-Equity  
Rüdiger Theiselmann Swap

- 118 Theodor Baums Risiko und Risikosteuerung im Aktienrecht  
(publ. in: ZGR 40 [2011], S. 218 ff)
- 119 Theodor Baums Managerhaftung und Verjährungsfrist  
(publ. in: ZHR 174 (2010), S. 593 ff)
- 120 Stefan Jobst Börslicher und Außerbörslicher Derivatehandel mittels  
zentraler Gegenpartei
- 121 Theodor Baums Das preußische Schuldverschreibungsgesetz von 1833  
(publ. in: Bechtold/Jickeli/Rohe [Hrsg.], Recht, Ordnung  
und Wettbewerb. Festschrift für Möschel, 2011, S. 1097 ff)
- 122 Theodor Baums *Low Balling, Creeping in* und deutsches Übernahmerecht  
(publ. in: ZIP 2010, S. 2374 ff)
- 123 Theodor Baums Eigenkapital: Begriff, Aufgaben, Sicherung  
(publ. in: ZHR 2011, S. 160 ff.)
- 124 Theodor Baums Agio und sonstige Zuzahlungen im Aktienrecht
- 125 Yuji Ito Das japanische Gesellschaftsrecht - Entwicklungen und  
Eigentümlichkeiten
- 126 Report of the Reflection Group on the Future of EU  
Company Law
- 127 Nikolaus Bunting Das Früherkennungssystem des § 91 Abs. 2 AktG in der  
Prüfungspraxis - Eine kritische Betrachtung des IDW PS  
340 -
- 128 Andreas Cahn Der Kontrollbegriff des WpÜG
- 129 Andreas Cahn Professionalisierung des Aufsichtsrats
- 130 Theodor Baums Anfechtungsklagen und Freigabeverfahren.  
Florian Drinhausen Eine empirische Studie  
Astrid Keinath

# INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

PROF. DR. THEODOR BAUMS  
PROF. DR. ANDREAS CAHN

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE  
IM HOUSE OF FINANCE DER GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT  
CAMPUS WESTEND – GRÜNEBURGPLATZ 1  
D-60323 FRANKFURT AM MAIN  
TEL: +49 (0)69 / 798-33753  
FAX: +49 (0)69 / 798-33929

[WWW.ILF-FRANKFURT.DE](http://WWW.ILF-FRANKFURT.DE)



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN